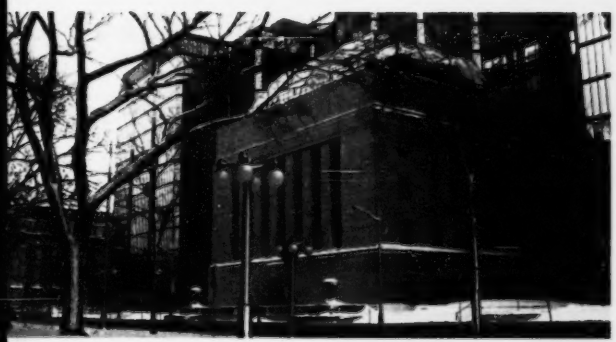
BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

January 2011



www.bankofcanada.ca

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

---

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (Print)
ISSN 1490-1234 (Online)
Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

January 2011

THIS IS A REPORT OF THE GOVERNING COUNCIL OF THE BANK OF CANADA:
MARK CARNEY, TIFF MACKLEM, JOHN MURRAY, TIMOTHY LANE, JEAN BOIVIN AND AGATHE CÔTÉ.

We must improve our competitiveness. Recovery after a recession demands that capital and labour be reallocated. The surge in business investment that began this past summer can only be the start.

—Mark Carney

Governor, Bank of Canada
13 December 2010
Toronto, Ontario

Contents

Overview 1

The Global Economy 3

- Recent Developments 3
- Developments in Global Financial Markets 9
- Outlook for the Global Economy 11

The Canadian Economy 15

- Recent Developments 15
  - Economic Activity 15
  - Estimated Pressures on Capacity 19
  - Inflation and the 2 Per Cent Target 20
  - Canadian Financial Conditions 21
  - Exchange Rate 23
- Outlook for the Canadian Economy 24
  - Aggregate Demand and Supply 24
  - The Projection for Inflation 28

Risks to the Outlook 31

Technical Boxes

Recent Developments in U.S. Monetary and Fiscal Policy: Implications for Canada 7

Inflation in China and the Risks to Global Economic Growth 8

The Recent Evolution of Canada's Competitiveness and Trade Performance 17

Overview

The global economic recovery is proceeding at a somewhat faster pace than the Bank had anticipated, although risks remain elevated. Private domestic demand in the United States has picked up and will be reinforced by recently announced monetary and fiscal stimulus. European growth has also been slightly stronger than anticipated. Ongoing challenges associated with sovereign and bank balance sheets will limit the pace of the European recovery and are a significant source of uncertainty to the global outlook. In response to overheating, some emerging markets have begun to implement more restrictive policy measures. Their effectiveness will influence the path of commodity prices, which have increased significantly since the October *Monetary Policy Report*, largely reflecting stronger global growth.

The recovery in Canada is proceeding broadly as anticipated, with a period of more modest growth and the beginning of the expected rebalancing of demand. The contribution of government spending is expected to wind down this year, consistent with announced fiscal plans. Stretched household balance sheets are expected to restrain the pace of consumption growth and residential investment. In contrast, business investment will likely continue to rebound strongly, owing to stimulative financial conditions and competitive imperatives. Net exports are projected to contribute more to growth going forward, supported by stronger U.S. activity and global demand for commodities. However, the cumulative effects of the persistent strength in the Canadian dollar and Canada's poor relative productivity performance are restraining this recovery in net exports and contributing to a widening of Canada's current account deficit to a 20-year high.

Overall, the Bank projects the economy will expand by 2.4 per cent in 2011 and 2.8 per cent in 2012—a slightly firmer profile than had been anticipated in October. With a little more excess supply in the near term, the Bank continues to expect that the economy will return to full capacity by the end of 2012.

Underlying pressures affecting prices remain subdued, reflecting the considerable slack in the Canadian economy. Core inflation is projected to edge gradually up to 2 per cent by the end of 2012, as excess supply in the economy is slowly absorbed. Inflation expectations remain well anchored. Total CPI inflation is being boosted temporarily by the effects of provincial indirect taxes, but is expected to converge to the 2 per cent target by the end of 2012.

Despite improvements in the outlook for the global and Canadian economies, risks to inflation remain elevated. There are two main upside risks to inflation, relating to higher commodity prices and the possibility of greater-than-projected momentum in the Canadian household sector.

This report includes data received up to 14 January 2011.

There are two main downside risks to inflation, relating to Canadian competitiveness and the possibility of weaker-than-projected household expenditures in Canada.

In addition, challenges in Europe continue to be a significant source of uncertainty for the global outlook. A comprehensive solution to the sovereign debt and financial stability issues in a number of countries will be required.

The Bank judges that the risks to the inflation outlook are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 18 January 2011 the Bank decided to maintain the target for the overnight rate at 1 per cent. The Bank Rate is correspondingly 1 1/4 per cent, and the deposit rate is 3/4 per cent. This leaves considerable monetary stimulus in place, consistent with achieving the 2 per cent inflation target in an environment of significant excess supply in Canada. Any further reduction in monetary policy stimulus would need to be carefully considered.

The Global Economy

The global economic recovery is proceeding at a somewhat faster pace than anticipated in the October *Monetary Policy Report*. In the United States, private demand has picked up and will be reinforced by recently announced monetary and fiscal stimulus. Momentum in the emerging-market economies has been buoyed by solid increases in consumption and investment, as well as continuing strength in exports. Economic activity in the euro area has also been slightly stronger than expected.

The global economic recovery is proceeding at a somewhat faster pace.

Nonetheless, the global recovery continues to be affected by a number of significant challenges. The broad forces of household, bank and sovereign deleveraging will continue to restrain growth in many advanced economies. Ongoing balance-sheet repair and a weak labour market will dampen the recovery in U.S. household expenditures, while in some European countries, more aggressive fiscal consolidation and renewed concerns about bank balance sheets and the sustainability of public finances are also expected to constrain growth. In contrast, many emerging-market economies are contending with excess demand and rising inflationary pressures. Their efforts to contain these pressures are being complicated in some cases by a lack of exchange rate flexibility.

Recent Developments

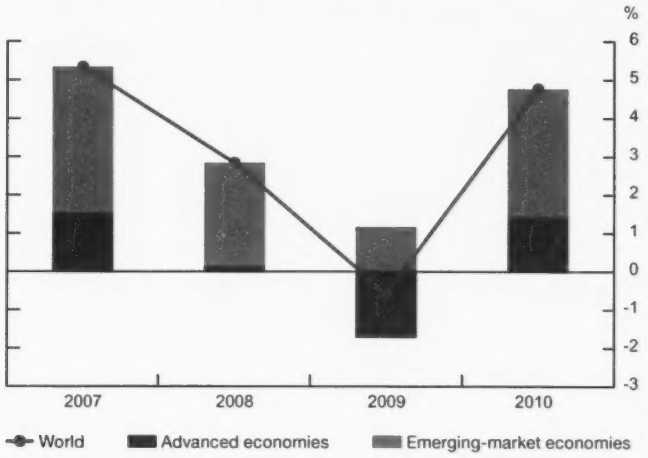
Global economic growth continued at a steady pace during the second half of 2010 and has been somewhat stronger than expected at the time of the October *Report*. In the United States, despite weak labour market conditions, economic activity has gained some momentum, supported by a recovery in consumer and investment spending. Growth in Europe has also held up, in spite of heightened concerns about sovereign debt in several peripheral countries. Growth in Japan, in contrast, slowed sharply toward the end of 2010, following the unwinding of some fiscal support. The pace of economic activity in emerging-market economies also began to ease from high rates toward the end of 2010, reflecting the gradual withdrawal of fiscal and monetary stimulus. Nevertheless, these economies have accounted for the majority of global growth **(Chart 1)**.

In the United States, despite weak labour market conditions, economic activity has gained some momentum.

Owing to significant excess capacity, policy interest rates in the major advanced economies remain at or near historic lows **(Chart 2)**, and underlying inflation pressures are subdued **(Chart 3)**. In the United States, core consumer price inflation has reached record lows since the October *Report*. In contrast, inflation pressures in many emerging-market countries are rising in response to excess demand.

Chart 1: Emerging-market economies continue to drive global economic growth

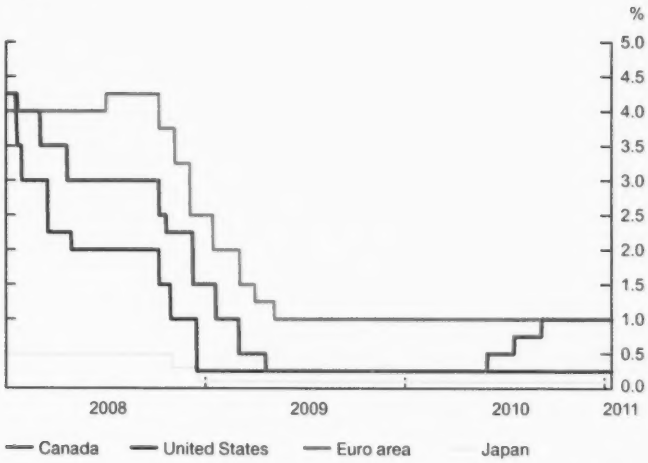
Contribution to global GDP growth, annual data



Note: Growth rates for 2010 are International Monetary Fund estimates.
Source: International Monetary Fund

Chart 2: Policy rates remain at historic lows in most advanced economies

Daily data



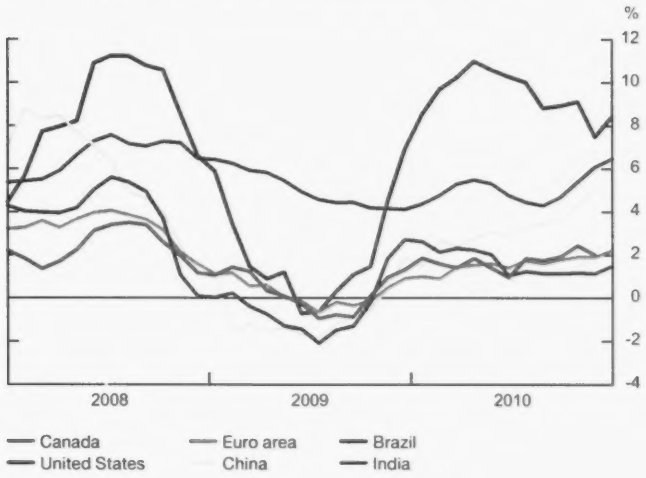
Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.
Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 14 January 2011

Real GDP in the United States grew at an annual rate of 2.6 per cent in the third quarter of 2010 and is estimated to have accelerated to 3.7 per cent in the fourth quarter, owing to a pickup in consumer spending and a large, but temporary, drop in oil imports. The strength in consumption in the fourth quarter was led by a surge in spending on durable goods, particularly on motor vehicles. Although the household savings rate has eased somewhat, it nevertheless remains at a level consistent with the rebuilding of household balance sheets over the medium term **(Chart 4)**. Conditions in the U.S. labour market remain challenging, with only one in seven of the jobs lost during the recession recovered so far, and long-term unemployment remaining near postwar highs.

Chart 3: Inflation pressures remain subdued in the major advanced economies, but are building in many emerging-market countries

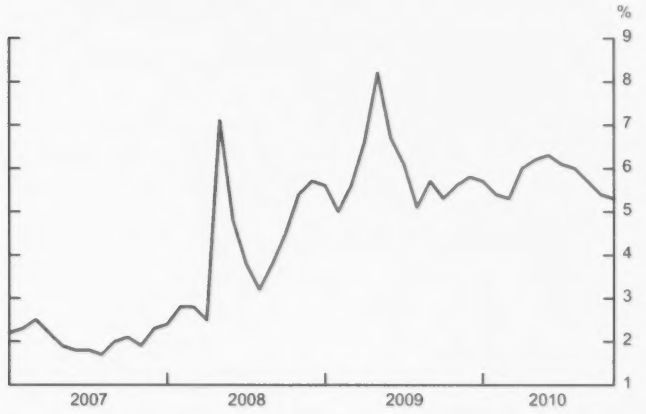
Year-over-year percentage change in total CPI, monthly data



Note: Indian inflation data are represented by the wholesale price index.
Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics, Eurostat, the People's Bank of China, Brazilian Institute of Geography and Statistics, and Office of the Economic Adviser (India) Last observations: November and December 2010

Chart 4: The U.S. household savings rate remains at a level consistent with a gradual rebuilding of household wealth

Personal savings as a percentage of disposable personal income, monthly data



Source: U.S. Bureau of Economic Analysis Last observation: November 2010

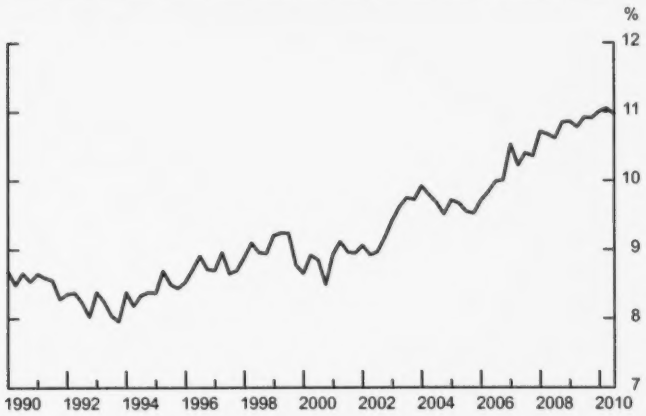
U.S. residential investment fell sharply in the second half of 2010, delaying the expected recovery of the housing sector. A high level of vacant housing units, the recent tightening in bank lending standards for mortgage loans and increases in mortgage interest rates continue to restrain residential investment **(Chart 5)**. Delays in processing foreclosures related to procedural flaws are also likely to slow the adjustment of the housing market.

U.S. residential investment fell sharply in the second half of 2010.

Although business investment in structures fell further in the third quarter, recent indicators suggest that the trough is close to being reached. In contrast, investment in equipment and software has recovered most of the ground lost through the recession as firms have sought to replace the capital that had depreciated and to improve competitiveness. The growth of exports

Chart 5: A high level of vacant housing units in the United States continues to restrain residential investment

Year-round vacant housing units as a percentage of total units, quarterly data



Sources: U.S. Census Bureau and Bank of Canada calculations

Last observation: 2010Q3

gathered significant momentum during the second half of 2010, supported by strong demand from emerging-market economies, the depreciation of the U.S. dollar over the past year and solid gains in productivity.

U.S. policy-makers introduced additional stimulus measures.

Toward year-end, in response to pronounced weakness in the U.S. labour market and record-low core inflation, U.S. policy-makers introduced additional stimulus measures **(Technical Box 1)**. As expected at the time of the October *Report*, the Federal Reserve announced a second round of quantitative easing in November. In addition, the U.S. government passed legislation in December to provide significant further fiscal stimulus over the next two years.

In the euro area, real GDP rose by 1.4 per cent in the third quarter of 2010, and available indicators point to fairly robust growth in the fourth quarter, concentrated in the core countries, especially Germany. Growth in the peripheral economies was restrained, however, by fiscal tightening, increased concerns about sovereign debt and the banking sector, and a lack of competitiveness.

In Japan, data released since the October *Report* show that the recession was deeper and the rebound in 2010 was stronger, leaving the recent level of GDP slightly weaker than previously measured. Economic growth in 2010 benefited from both robust external demand and fiscal stimulus programs designed to promote consumption. Growth is estimated to have weakened significantly in the fourth quarter, however, reflecting the removal of certain fiscal incentives supporting household spending and the recent appreciation of the yen.

Real GDP in China grew by slightly less than 10 per cent over the second half of 2010 on a year-over-year basis. Domestic demand remained vigorous, supported by buoyant growth in investment spending and solid increases in consumption, while housing activity continued to rise, despite earlier attempts to cool the sector. In an effort to counteract rising inflationary pressures, the Chinese authorities have tightened monetary policy further, with a combination of interest rate increases and various administrative measures **(Technical Box 2)**.

Technical Box 1

Recent Developments in U.S. Monetary and Fiscal Policy: Implications for Canada

A number of important fiscal and monetary policy measures have been announced in the United States since the release of the October *Monetary Policy Report*.

Following the 3 November meeting of the Federal Open Market Committee, the Federal Reserve announced that it intended to purchase US$600 billion in U.S. Treasuries at a rate of about US$75 billion per month.[1] This decision was widely expected and had already been incorporated in the Bank's October projection. Since other factors have influenced U.S. Treasury yields over the recent period, it is difficult to quantify the amount of additional easing that these actions are likely to provide **(Table 1-A)**. All else being equal, the Bank estimates that downward pressure on the cost of credit to consumers and businesses, the upward pressure on asset prices, and the decline in the value of the U.S. dollar will raise U.S. GDP growth by 0.2 percentage points in 2011 and 0.1 percentage points in 2012.

In addition to the monetary policy easing announced in November, a new round of U.S. fiscal stimulus was passed into law on 17 December. The package provides approximately US$850 billion of stimulus through a series of tax relief measures for households, an extension of unemployment benefits for the long-term unemployed and more favourable tax treatment for business investment. Also included in the package is a temporary two-year extension of the tax cuts introduced under President George W. Bush (commonly referred to as the "Bush tax cuts"). About half of this stimulus had been expected at the time of the October *Monetary Policy Report*. The package is expected to support U.S. consumer spending and to contribute significantly to U.S. GDP growth in the near term. The Bank estimates that the total effect will boost U.S. GDP growth by 0.8 percentage points in 2011 and 0.2 percentage points in 2012. Overall, the monetary and fiscal policy packages should contribute 1.0 percentage points to U.S. GDP growth in 2011 and 0.3 percentage points in 2012.

For Canada, the impact on growth from the Federal Reserve's Treasury purchases is expected to be somewhat positive, since the support from increased foreign activity and higher commodity prices should more than offset any dampening effects from a lower U.S. dollar. The U.S. fiscal stimulus package should also boost Canada's exports to the United States, although the impact will be attenuated by the package's focus on stimulating consumption.[2]

All else being equal, the Bank estimates that the two stimulus packages should add about 0.2 percentage points to Canada's GDP growth in 2011 and 0.1 percentage points in 2012.

Table 1-A: U.S. financial conditions overall have eased since the anticipation of further monetary policy easing was built into market expectations in late August

Changes	Current level[a]	Since FOMC meeting (3 November)	Since Jackson Hole speech (27 August)[c]	Since 31 July[d]
S&P 500 Index	1293.2	+8.0%	+21.5%	+17.4%
10-year U.S. Treasury yield	3.32%	+75 bps	+68 bps	+42 bps
U.S. investment-grade corporate bond spread	163 bps	-15 bps	-28 bps	-25 bps
U.S.-dollar trade-weighted index[b]	99.73	+1.7%	-3.4%	-2.5%
U.S. break-even inflation rate (10-year)	2.35%	+19 bps	+72 bps	+58 bps

a. As of the close on 14 January 2011, with the exception of the U.S.-dollar trade-weighted index, which is as of 7 January 2011
b. The weights in the U.S.-dollar trade-weighted index are recalculated annually to reflect U.S. trade figures.
c. Speech by Federal Reserve Chairman Bernanke outlining the possibility of additional monetary policy easing
d. "Undisturbed" level
Sources: Bloomberg, U.S. Federal Reserve and Bank of America Merrill Lynch

1 The pace and eventual total amount of asset purchases could be modified, depending on economic developments. The Federal Reserve intends to continue to reinvest principal payments from agency debt and agency mortgage-backed securities into longer-term Treasury securities. Taken together, these measures are expected to lead to purchases in the range of US$850 billion to US$900 billion of long-term Treasury securities through to the end of the second quarter of 2011.

2 Canadian exports are concentrated in non-energy commodities and capital goods. As a result, they are more sensitive to changes in U.S. investment spending than in consumption spending.

Technical Box 2

Inflation in China and the Risks to Global Economic Growth

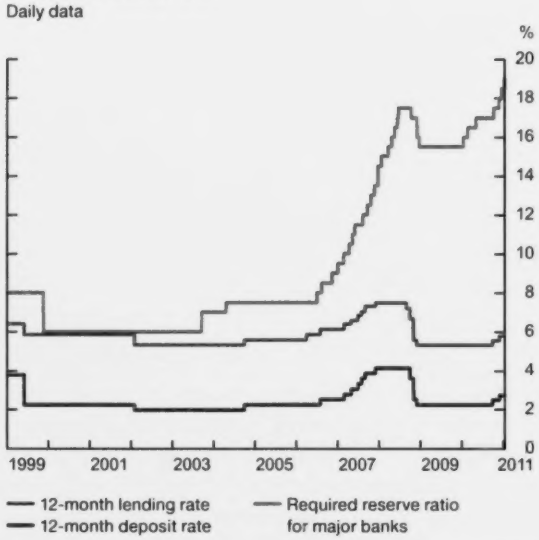
Strong growth in China has played an important role in the global economic recovery. For Canada in particular, the robust economic activity in China has been a source of rising demand for Canadian exports, as well as a support to commodity prices. Recent data suggest, however, that the Chinese economy may be at risk of overheating. Stronger-than-expected growth and inflationary pressures in China present both a near-term upside risk to the outlook for global economic growth and commodity prices and a downside risk further out.

Recent indicators suggest that inflationary pressures in China have been rising sharply. Consumer price inflation has been increasing steadily in recent months, with total CPI reaching a 28-month high of 5.1 per cent in November. While increases in food prices of more than 11 per cent account for much of the rise, non-food-related inflation has also been trending upwards.[1] Producer prices and wages have been increasing strongly, while the broad money supply (M2) and overall lending have risen sharply over the past two years, as have real estate activity and property prices.[2] As a result, higher inflation expectations have become more firmly entrenched.[3]

China's inflation-control methods are heavily influenced by its exchange rate policy. Maintaining a quasi-fixed exchange rate requires China's central bank to buy the excess U.S. dollars that China earns from its foreign transactions and issue yuan in exchange. To offset the concomitant rise in the volume of yuan in circulation, the authorities generally engage in a variety of sterilization operations. Since higher interest rates would further compound the upward pressure on the currency, as well as increasing the fiscal costs of sterilization, Chinese authorities have relied on higher reserve requirements for banks, the issuance of sterilization bonds, and other administrative measures to contain credit growth and inflation pressures **(Chart 2-A)**. These instruments have not been completely effective at controlling inflation. Moreover, they have inflicted rising costs on the financial sector, since private banks have been forced to place a large share of their assets (about one-quarter in the third quarter of 2010) with the central bank rather than with private borrowers.

Chart 2-A: Required reserve ratios are China's main monetary policy tool

Daily data



Source: People's Bank of China — Last observation: January 2011

The Bank's base-case projection assumes that the Chinese authorities will be able to achieve a "soft landing," with a modest slowdown in growth and a gradual reduction in inflation to its 4 per cent target. However, there is a risk that efforts by the authorities could prove insufficient. As a result, economic growth and inflation in China would remain stronger for a longer period than is currently anticipated, necessitating more aggressive policy actions over the medium term. This could eventually lead to a much sharper correction in China's growth and inflation.

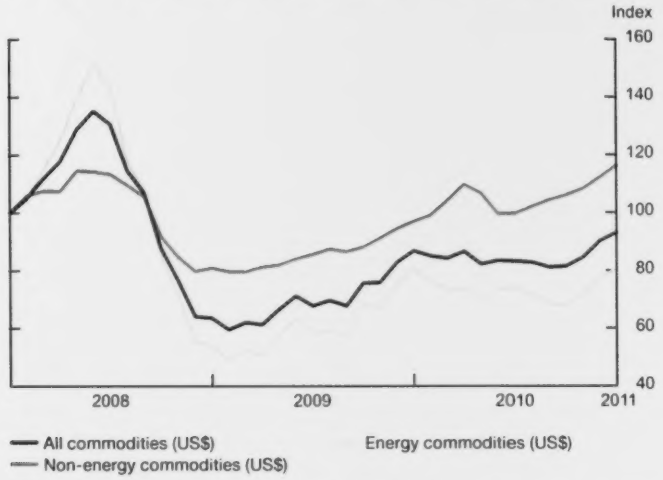
1 The inflation data on non-food items may understate actual inflation, however, since the CPI basket puts a low weight on shelter costs, which appear to be rising faster than the reported non-food-related rate of inflation.

2 The Second-Hand Apartment Price Index, a population-weighted index based on data for 17 cities, shows that existing apartment prices have increased by about 60 per cent since July 2009. The index is constructed by the Canadian embassy in China, with data from Soufun real estate broker.

3 The People's Bank of China, in its 2010 fourth-quarter survey of 20,000 households in 50 cities, found that more than 60 per cent of respondents expected prices to increase in the next quarter, up from 43 per cent in the previous quarter.

Chart 6: Global commodity prices have risen since the October *Report*

Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2008 = 100), monthly data



Note: Values in January 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 14 January 2011.
Source: Bank of Canada
Last observation: January 2011

The Bank of Canada's index of global commodity prices has increased by 14 per cent since the October Report.

The Bank of Canada's index of global commodity prices has increased by 14 per cent since the October *Report* **(Chart 6)**, primarily reflecting solid demand, especially from Asia. In addition, there may have been some impact from financial flows into commodities. Natural gas prices rose by 26 per cent in response to seasonal factors but, owing to ample supply, remained well below their average level of recent years. Oil prices have increased by about 12 per cent, driven by stronger global demand for crude oil and declining inventories, while non-energy commodity prices have risen by close to 11 per cent since the October *Report*, reflecting solid gains in most components.

Developments in Global Financial Markets

Conditions in global financial markets remain generally accommodative, despite heightened concerns over fiscal challenges and vulnerable banking sectors in some European countries.

The rise in yields appears to largely reflect upward revisions to expectations for global economic growth.

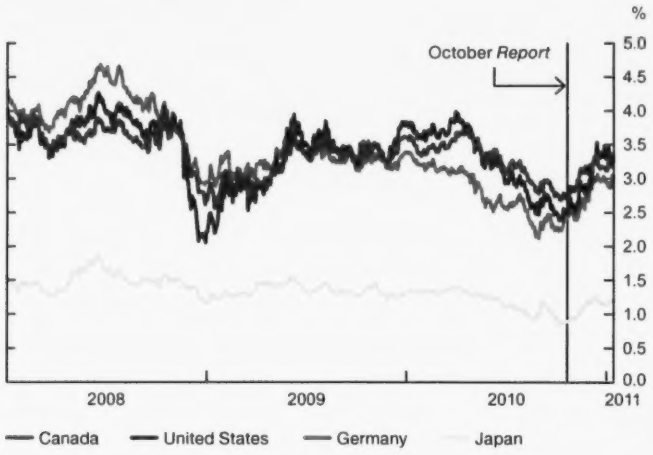
Government bond yields in the major advanced economies have increased since the October *Report* **(Chart 7)**, but nevertheless remain low by historical standards. The rise in yields appears to largely reflect upward revisions to expectations for global economic growth following the release of positive economic data and, in the case of the United States, additional fiscal stimulus.

European policy-makers announced various measures to safeguard financial stability.

In late October and November, investors became increasingly worried about public finances in the peripheral countries of Europe and, in some cases, the budgetary impact of stresses in the banking sector. Credit spreads for the most affected sovereigns widened sharply **(Chart 8)**, and the turbulence affected several euro-area countries. In response, European policy-makers announced various measures to safeguard financial stability, including a stabilization package for Ireland and more aggressive fiscal consolidation measures in several countries. The European Central Bank also increased the size of its exceptional liquidity support to euro-area banks and purchases of sovereign bonds in the secondary market. Financial market developments since then suggest that additional measures may be required.

Chart 7: Yields on government bonds in major advanced economies have increased since the October *Report*

Yields on 10-year government bonds

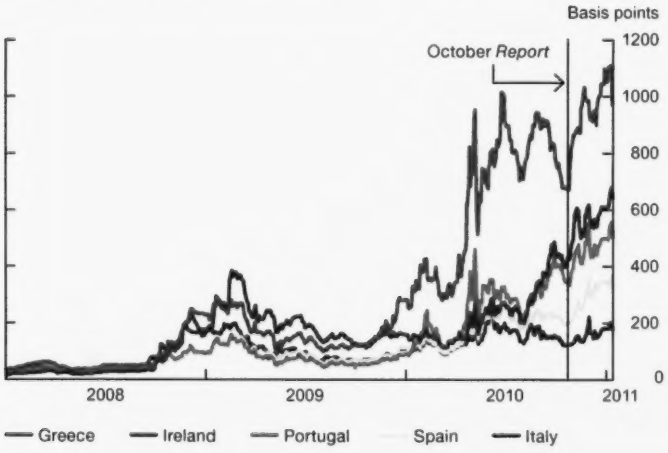


Source: Bloomberg

Last observation: 14 January 2011

Chart 8: Credit spreads for some European countries have continued to rise since the October *Report*

Spreads on 5-year sovereign credit default swaps



Source: Markit

Last observation: 14 January 2011

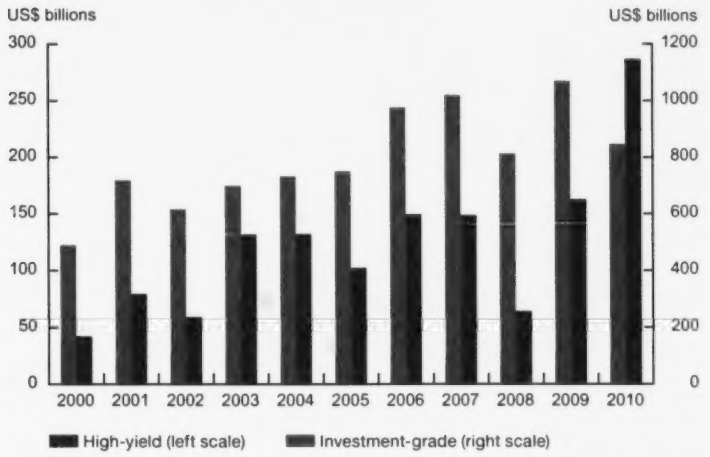
Notwithstanding these stresses, most global equity and corporate bond markets have continued to perform strongly since the October *Report*, owing to solid corporate earnings and revenues and generally better-than-expected economic data. Global corporate bond markets continue to see robust issuance and lower spreads, particularly on riskier securities such as high-yield corporate debt, reflecting strong investor demand and increasing risk appetite **(Chart 9)**.

The currencies of several emerging-market countries have come under continued upward pressure.

In response to better fundamentals and growing investor interest, the currencies of several emerging-market countries have come under continued upward pressure against the U.S. dollar. Although authorities in these countries have reduced the frequency and scale of their foreign exchange interventions since October, several have imposed capital controls and other administrative measures. These policy interventions risk inhibiting the process of real exchange rate adjustment required to correct global imbalances and sustain the recovery.

Chart 9: Corporate bond issuance has been robust, particularly by high-yield issuers

Global corporate issuance placed in U.S. dollars



Source: Bloomberg

Last observation: 31 December 2010

Outlook for the Global Economy

The global economic recovery is projected to continue at a solid pace over 2011–12.

The global economic recovery is projected to continue at a solid pace over 2011–12 **(Table 1)** as private domestic demand becomes more firmly entrenched. Global growth is expected to be somewhat stronger over the 2011–12 period than was anticipated in the October *Report*. Although the effects of the debt crisis in peripheral Europe are expected to restrain global economic growth over the projection horizon, these effects are more than offset in 2011 by the impact of stronger momentum in the United States and emerging-market economies.

U.S. growth is expected to be stronger in 2011 than anticipated.

Real GDP in the United States is projected to rise by 3.3 per cent on an average annual basis in 2011 and by 3.2 per cent in 2012. U.S. growth is expected to be stronger in 2011 than anticipated in the October *Report*, owing to the new fiscal stimulus program, combined with a more rapid recovery in consumer spending **(Chart 10)**.

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Projected growth (per cent)[b]		
		2010	2011	2012
United States	20	2.9 *(2.7)*	3.3 *(2.3)*	3.2 *(3.3)*
Euro area	15	1.7 *(1.7)*	1.5 *(1.1)*	1.5 *(1.7)*
Japan[c]	6	4.3 *(2.9)*	1.4 *(1.3)*	2.1 *(2.3)*
China	13	10.4 *(10.3)*	9.3 *(9.0)*	8.8 *(8.9)*
Rest of the world	46	5.7 *(5.2)*	4.0 *(3.6)*	3.8 *(3.5)*
World	**100**	**5.0 *(4.7)***	**4.0 *(3.5)***	**3.9 *(3.8)***

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2009.

Source: IMF, WEO, October 2010

b. Numbers in parentheses are projections used for the October 2010 *Monetary Policy Report*.

c. Real GDP growth in Japan in 2010 was higher than was expected in the October *Report*, reflecting historical revisions to the national accounts data and stronger-than-projected growth in the third quarter.

Source: Bank of Canada

Growth in U.S. household spending is projected to be supported through 2012 by a measured improvement in the pace of job creation. This is against a backdrop of exceptionally weak labour market conditions at present and a long-term unemployment rate that has reached historic highs. As well, in 2011, the new fiscal measures should provide an additional impetus to household spending through tax reductions that boost disposable income. However, U.S. state and local governments are expected to limit spending and raise taxes to address large budget gaps, partially counteracting the federal government's fiscal stimulus. Consumption will also continue to be affected by the need to repair household balance sheets and by developments in the housing sector, where a large excess supply of unsold houses is projected to have a persistent restraining effect on prices.

U.S. business investment in equipment and software is expected to strengthen further in response to low financing costs, improved bank lending terms and a more positive growth outlook. However, high vacancy rates in the commercial and retail sectors, combined with tighter credit terms for firms in these sectors, should continue to dampen growth in investment in structures.

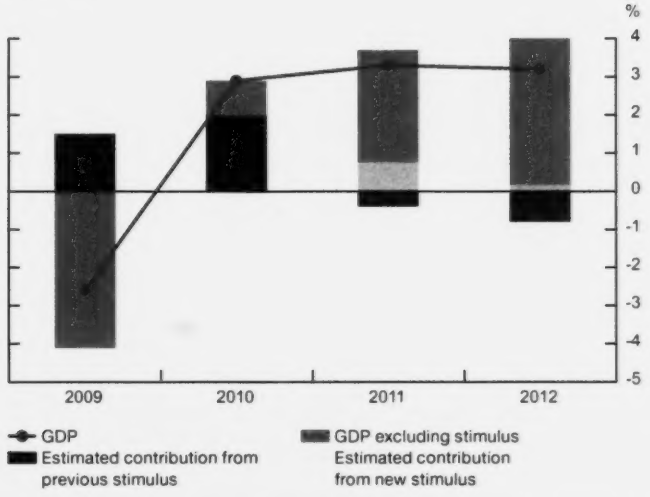
Net exports are expected to make an increasingly positive contribution to growth over the projection horizon, aided by a further depreciation of the U.S.-dollar real effective exchange rate and firming external demand for U.S. goods and services.

In the euro area, a modest recovery is projected through 2012. Nevertheless, the region faces considerable risks and challenges.

In the euro area, a modest recovery is projected through 2012. Nevertheless, the region faces considerable risks and challenges. Recent indicators suggest that growth in early 2011 will be somewhat firmer than anticipated in the October *Report*, especially in the core European economies. Economic activity is expected to be somewhat weaker thereafter, reflecting fiscal austerity measures and financial pressures arising from continuing concerns about the sustainability of peripheral-country debt. Growth prospects in heavily indebted peripheral economies are much weaker and more uncertain than those of the core economies. Despite ambitious deficit-cutting plans, the peripheral countries will continue to be vulnerable to shifts in market sentiment because of their

Chart 10: Fiscal stimulus is supporting U.S. growth

Annual data



Note: Previous stimulus refers to the government stimulus enacted in early 2009 in response to the crisis, while new stimulus refers to the most recent package. The contribution of the stimulus to growth includes both direct government expenditures and the indirect effects of the stimulus on other components of aggregate demand.
Sources: Bank of Canada and U.S. Bureau of Economic Analysis

substantial debt-refinancing requirements and relatively weak financial systems. Moreover, they will remain heavily dependent on the resilience in the core economies, given the large intra-region concentration of their exports.

Economic growth in Japan is projected to slow over 2011–12 in response to the unwinding of fiscal stimulus and the earlier appreciation of the yen. Growth nevertheless remains somewhat above that of potential output, reflecting a gradual broadening of the recovery. An improvement in labour market conditions is expected to provide some support to domestic demand. However, exports are projected to be an important driver of growth through 2012.

In China, a gradual rotation of demand toward consumption and away from investment and exports is expected to occur over the projection horizon, facilitated by a modest appreciation of China's real effective exchange rate. Growth in China is projected to be somewhat higher in 2011 than was anticipated in the October *Report*, driven by stronger momentum in domestic demand. However, growth in 2012 is expected to be slightly weaker than anticipated, owing to the restraining effects of tighter monetary and credit measures.

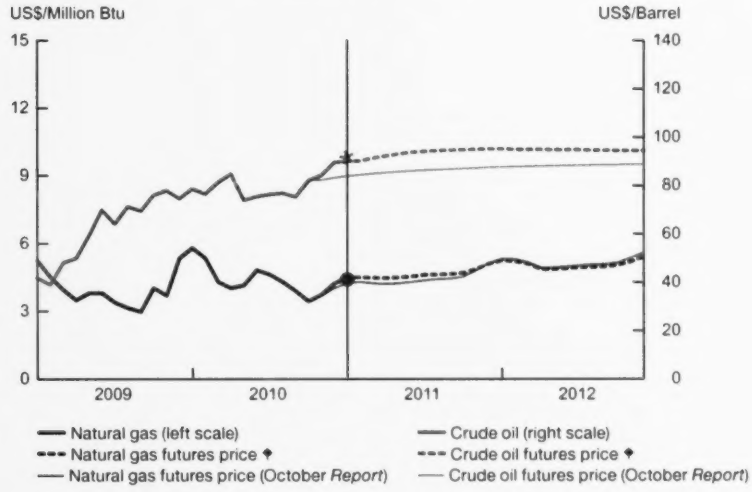
Growth in China is projected to be somewhat higher in 2011 than was anticipated, driven by stronger momentum in domestic demand.

Real GDP growth is projected to slow slightly in other emerging-market economies. A removal of the fiscal stimulus introduced during the recession and a tightening in monetary policy in reaction to growing inflationary pressures are expected to moderate the growth of domestic demand. Moreover, a modest appreciation of real exchange rates in these economies is projected to constrain the growth of their net exports.

The Bank's commodity price index is expected to increase over the projection horizon, supported by the global economic recovery. Following recent sharp increases, prices for non-energy commodities are expected to remain relatively steady over the projection horizon as growing demand is largely offset by increases in supply. The latest futures curves suggest that oil prices will average US$95 in 2012, and that natural gas prices will continue to rise as the excess supply is drawn down **(Chart 11)**.

Chart 11: Oil prices are expected to remain roughly unchanged, but natural gas prices are projected to increase through 2012

Monthly data



▪ Spot price for crude oil (14 January 2011)
• Spot price for natural gas (14 January 2011)
♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 14 January 2011

Note: Values for crude oil and natural gas prices in January 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 14 January 2011.
Source: NYMEX

The Canadian Economy

The Canadian economy is now in a period of more modest growth, following the strong recovery experienced in late 2009 and early 2010. As in the October *Report*, the Bank projects a moderate pace of overall expansion, with accommodative financial conditions continuing to provide support as fiscal stimulus unwinds. Demand in Canada is expected to rely relatively less on household and government expenditures and more on business investment and net exports. The projected increase in the contribution to growth from net exports is supported by the improved near-term outlook for U.S. and global economic growth. However, the cumulative effects of Canada's poor relative productivity performance and the persistent strength in the Canadian dollar have eroded Canada's competitiveness and are restraining the recovery in net exports.

The Bank projects a moderate pace of overall expansion, with accommodative financial conditions continuing to provide support as fiscal stimulus unwinds.

As projected in the October *Report*, growth is expected to absorb the considerable slack in the economy by the end of 2012. In this context, total and core inflation are projected to gradually return to 2 per cent over that horizon.

Recent Developments

Economic Activity

Real GDP growth in Canada slowed to 1.0 per cent (at an annual rate) in the third quarter. This was a slightly weaker result than had been expected in the October *Report* **(Chart 12)**, as strength in domestic demand in the third quarter was largely offset by a further deterioration in net exports.

Consumer spending continued to grow robustly in the third quarter, while housing investment remained at a high level, despite the passing of several transitory supports to activity. The strength in consumer spending was in line with the growth of personal disposable income through the second and third quarters, leaving the savings rate near its historical low.

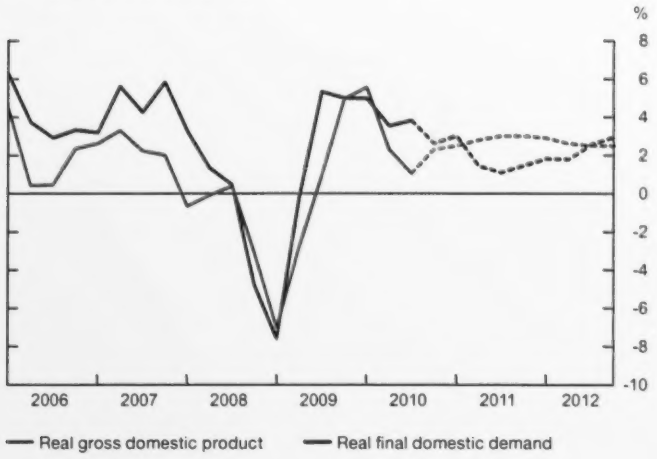
Consumer spending continued to grow robustly, while housing investment remained at a high level.

Business investment continued to grow vigorously in the third quarter. Despite the strong increase in business investment since the end of 2009, however, less than half of the unusually large decline that occurred during the recession has been recovered **(Chart 13)**.

Net exports exerted a more significant than expected drag on growth in the third quarter, as exports declined despite the further recovery in foreign activity and imports continued to be boosted by strong domestic demand. Poor relative productivity and the persistent strength in the Canadian dollar have accounted for continued weakness in net exports **(Technical Box 3)**. However, the softness in exports in the third quarter was also attributable to such temporary factors as the idling of oil pipelines.

Chart 12: While growth in real final domestic demand remained robust in 2010Q3, growth in real GDP slowed significantly

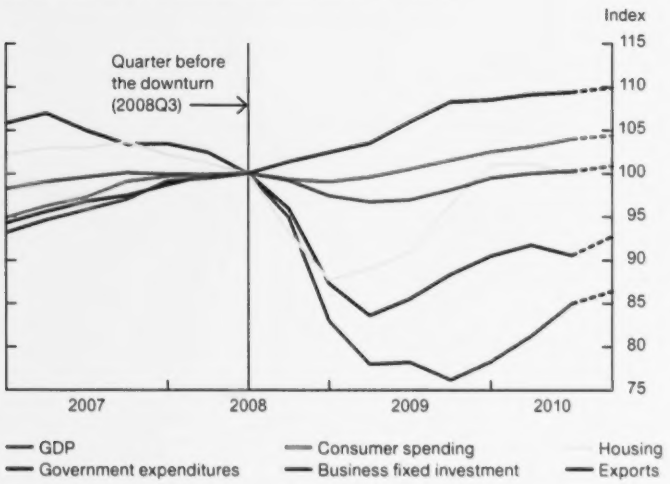
Quarterly growth at annual rates



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Chart 13: Business investment and exports remain well below their pre-recession levels

Index: 2008Q3 = 100, chained 2002 dollars, quarterly data



Note: Numbers for 2010Q4 are Bank of Canada estimates.
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

The Bank estimates that economic growth picked up to 2.3 per cent in the fourth quarter, reflecting a rebound in net exports and a deceleration in household expenditures and business investment from their recent rapid pace of growth. Following large contributions in previous quarters, inventories likely subtracted from GDP growth in the fourth quarter, consistent with stabilizing the trend in the stock-to-sales ratio.

Technical Box 3

The Recent Evolution of Canada's Competitiveness and Trade Performance

Canada's current account balance has declined substantially in recent years, reaching a deficit of 4.3 per cent of GDP in the third quarter, the largest such shortfall in 20 years **(Chart 3-A)**. This decline reflects strong domestic demand, as well as a deterioration in the competitiveness of Canadian producers relative to that of foreign producers, which is demonstrated by higher import penetration into Canada and declining market share among Canadian exporters abroad **(Chart 3-B)**. The decline in Canadian exporters' share of the U.S. market, by far Canada's largest export market, is evident across a wide range of goods, including machinery and equipment, consumer goods, and non-energy commodities **(Chart 3-C)**.

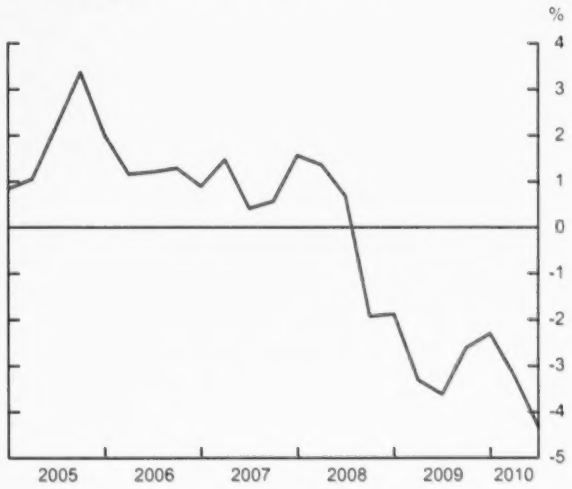
Over the past several years, Canada's competitiveness has declined with the sharp rise in the labour cost of producing a unit of output in Canada compared with other countries, adjusted for exchange rate movements.[1] The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) calculates that the Canadian real effective exchange rate measure incorporating unit labour costs has appreciated by about 17 per cent since the beginning of

(continued)

1 It has been shown that measures of competitiveness that are computed using labour costs explain movements in Canadian net exports and real output significantly better than those based on consumer price indexes (see R. Lafrance, P. Osakwe, and P. St-Amant, "Evaluating Alternative Measures of the Real Effective Exchange Rate," Bank of Canada Working Paper No. 98-20). In addition, the choice of a country-weighting scheme does not, in general, significantly affect Canada's competitiveness measures.

Chart 3-A: Canada's current account balance has declined substantially in recent years

Quarterly data



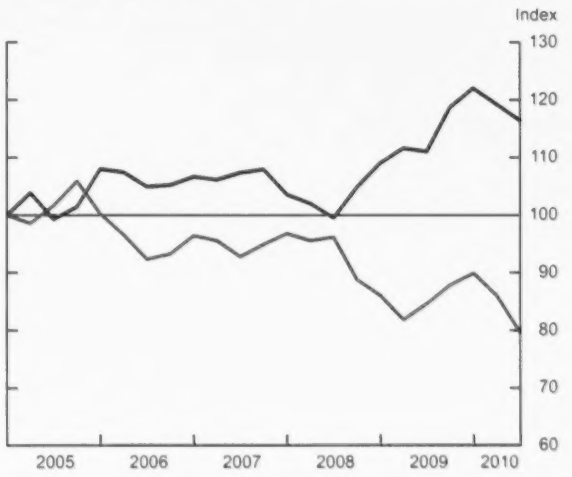
— Current account balance as a percentage of GDP

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: 2010Q3

Chart 3-B: Canadian producers have lost market share

Index: 2005Q1 = 100, quarterly data



— Ratio of U.S. imports of goods from Canada to total U.S. imports of goods

— Ratio of U.S. imports of goods from Mexico to total U.S. imports of goods

Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics, U.S. Bureau of the Census and Bank of Canada calculations (includes seasonal adjustments)

Last observation: 2010Q3

Technical Box 3 (*continued*)

The Recent Evolution of Canada's Competitiveness and Trade Performance

2005.[2] The bilateral Canada-U.S. measure shows a 31 per cent increase in relative Canadian unit labour costs over the same period **(Chart 3-D)**.

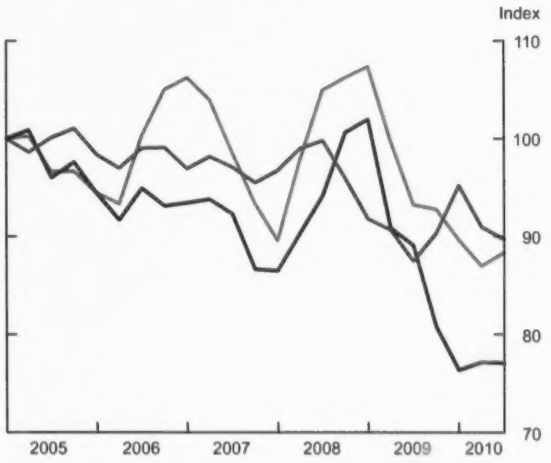
Relative unit labour costs can be broken down into three components: the nominal exchange rate, relative hourly compensation and relative labour productivity. Since the beginning of 2005, the sizable appreciation of the Canadian dollar explains about two-thirds of the increase in unit labour costs in Canada vis-à-vis the United States. Wage growth in the two countries has been broadly similar over the period, leaving Canada's productivity underperformance to account for the remaining deterioration in this measure of competitiveness: labour productivity in Canada has grown at an average annual rate of just 0.5 per cent since the first quarter of 2005, compared with 2.1 per cent in the United States.

The divergence in productivity growth between Canada and the United States has become even more pronounced in recent years, as has the deterioration in the market share of Canadian producers. This underlines the risk that a combination of disappointing productivity performance and persistent strength in the Canadian dollar could dampen the expected recovery of net exports.

2 The OECD measure of the real effective exchange rate is based on unit labour costs in the manufacturing sectors of 42 countries, thus capturing competitiveness relative to a broad range of direct and indirect competitors.

Chart 3-C: The loss of U.S. market share among Canadian exporters has been notable across a range of goods

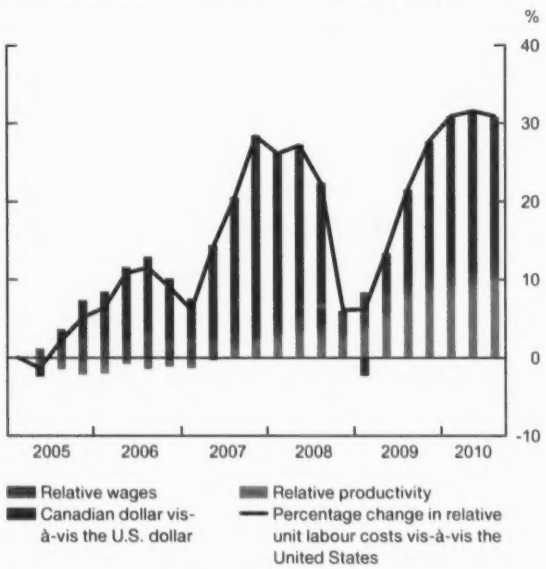
Index: 2005Q1 = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations Last observation: 2010Q3

Chart 3-D: Canada's loss of competitiveness reflects the strong Canadian dollar and poor relative productivity performance

Contribution of various factors to the change in Canada's relative unit labour costs vis-à-vis those in the United States, quarterly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations Last observation: 2010Q3

Estimated Pressures on Capacity

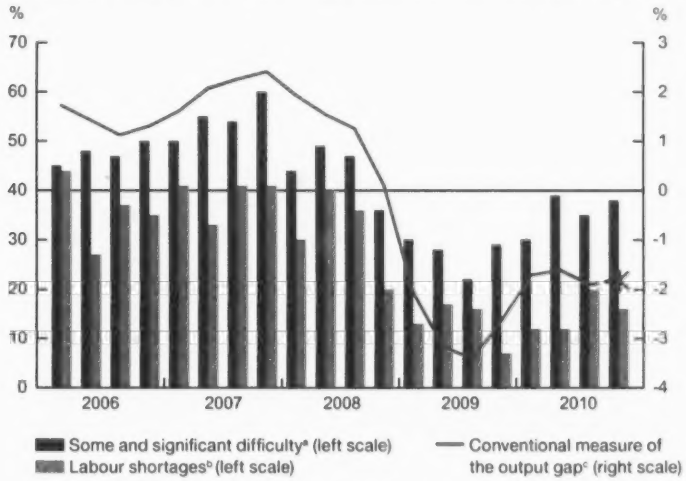
Various indicators of capacity suggest that considerable slack remains in the Canadian economy.

The Bank's conventional measure of the output gap indicates that excess capacity in the economy was relatively stable in the fourth quarter, at about -1.8 per cent **(Chart 14)**. The Bank's winter *Business Outlook Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals) reported that the proportion of firms that would have difficulty responding to an unexpected increase in demand remains below its historical average, as does the proportion of firms facing labour shortages. The still-elevated unemployment rate and the weakness in average weekly hours worked also point to the persistence of slack in the labour market **(Chart 15)**.

On balance, the Bank judges that the economy was operating at about 1 3/4 per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2010, a slightly greater degree of slack than the Bank had projected in October.

On balance, the Bank judges that the economy was operating at about 1 3/4 per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2010.

Chart 14: Excess supply in the Canadian economy remains significant

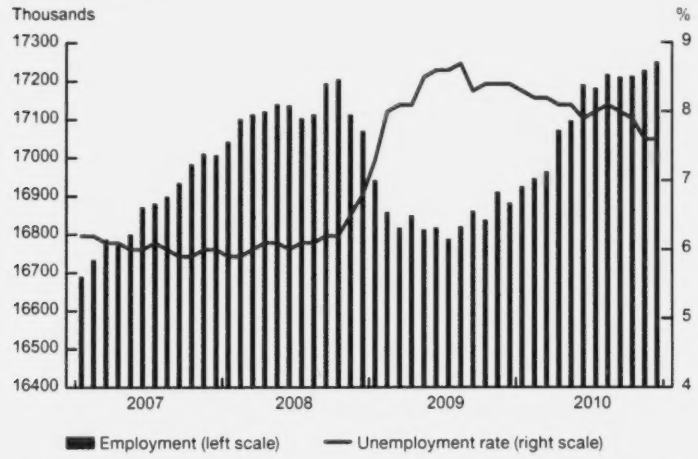


a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the fourth quarter of 2010 (indicated by *) is based on a projected increase in output of 2.3 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada — Last observation: 2010Q4

Chart 15: Despite growth in employment, the unemployment rate remains elevated

Monthly data



Source: Statistics Canada

Last observation: December 2010

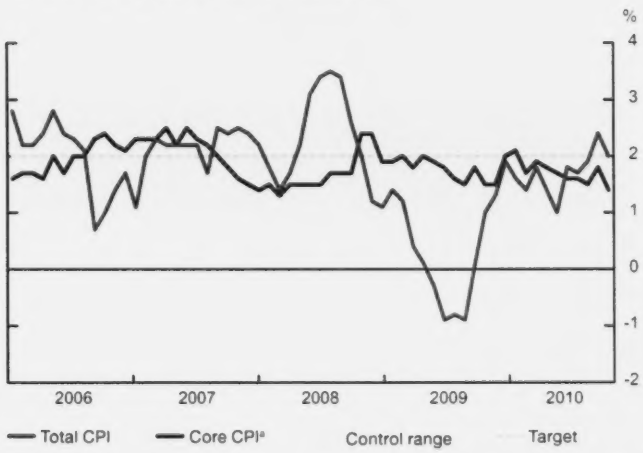
Inflation and the 2 Per Cent Target

Core inflation has remained below 2 per cent in recent months, consistent with considerable excess supply in the economy.

Core inflation has remained below 2 per cent in recent months **(Chart 16)**, consistent with considerable excess supply in the economy, as well as the moderation in the growth of unit labour costs **(Chart 17)**. There is some evidence that HST-related tax refunds to businesses may also have been passed through, dampening core inflation in line with the Bank's expectations. The 1.6 per cent average rate for core inflation in October and November was consistent with the Bank's projection at the time of the October *Report*.

Chart 16: Core inflation remains subdued, while total CPI inflation is slightly above target owing mainly to temporary factors

Year-over-year percentage change, monthly data



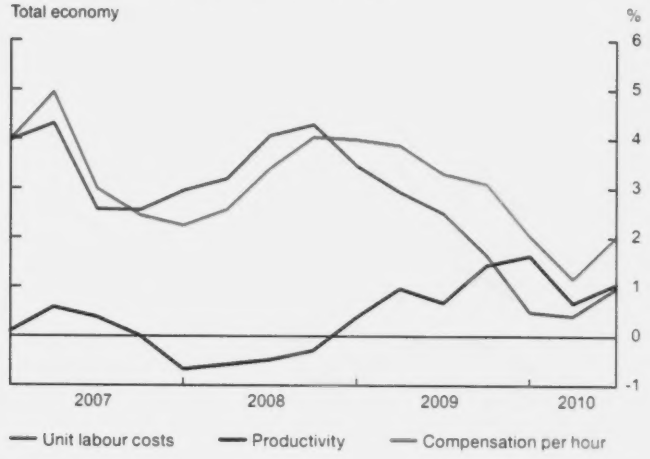
a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

Last observation: November 2010

Chart 17: The growth of unit labour costs has been moderate since the beginning of 2010

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Statistics Canada

Last observation: 2010Q3

Total CPI inflation has risen in recent quarters, mainly reflecting the impact of the HST and other changes in provincial indirect taxes that took effect in July, as well as higher energy prices. Total CPI inflation in October and November averaged 2.2 per cent, slightly above the Bank's expectations in the October *Report*.

Recent survey measures continue to indicate that inflation expectations are well anchored at the 2 per cent target. As reported in the Bank's winter *Business Outlook Survey*, 91 per cent of firms expect average inflation over the next two years to remain within the 1 to 3 per cent control range. The January Consensus Economics forecast for total CPI inflation was 2.2 per cent in 2011 and 2.1 per cent in 2012. Market-based measures of longer-term inflation expectations also continue to be consistent with the 2 per cent inflation-control target.

Recent survey measures continue to indicate that inflation expectations are well anchored at the 2 per cent target.

Canadian Financial Conditions

Financial conditions in Canada remain exceptionally stimulative, providing important ongoing support to the economic recovery.

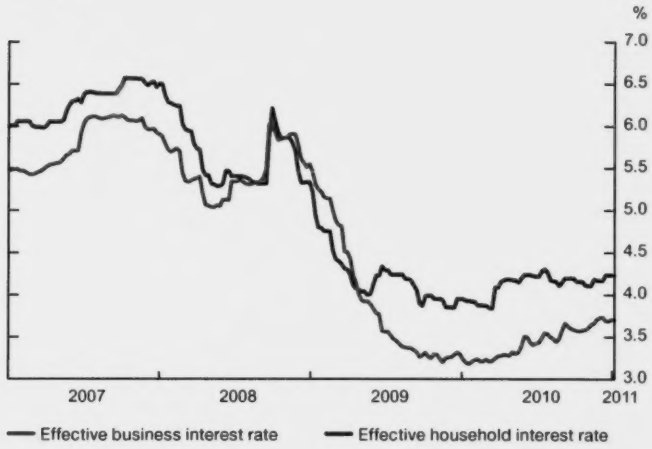
Effective borrowing costs for households remain very low by historical standards, consistent with the low level of bank funding costs **(Chart 18)**. Nonetheless, borrowing costs have risen over the past year, including a marginal increase in the period since the October *Report* that reflects higher yields on Canadian government bonds, in line with global developments. In this context, the growth of household credit has eased modestly relative to the rapid pace seen earlier in 2010 **(Chart 19)**.

Effective borrowing costs for Canadian businesses have also stayed very low despite some increase in 2010. As well, in recent months, access to financing has continued to improve for Canadian firms, according to both the Bank's *Senior Loan Officer Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals) and the *Business Outlook Survey* **(Chart 20)**. The *Senior Loan Officer Survey* suggests that heightened competition among lenders and more favourable economic conditions have driven an overall easing in lending conditions, which has increasingly spread to smaller businesses. The improved global economic outlook and the still-low level of government bond yields have underpinned strong investor demand for

In recent months, access to financing has continued to improve for Canadian firms.

Chart 18: Borrowing costs for households and businesses remain at exceptionally low levels

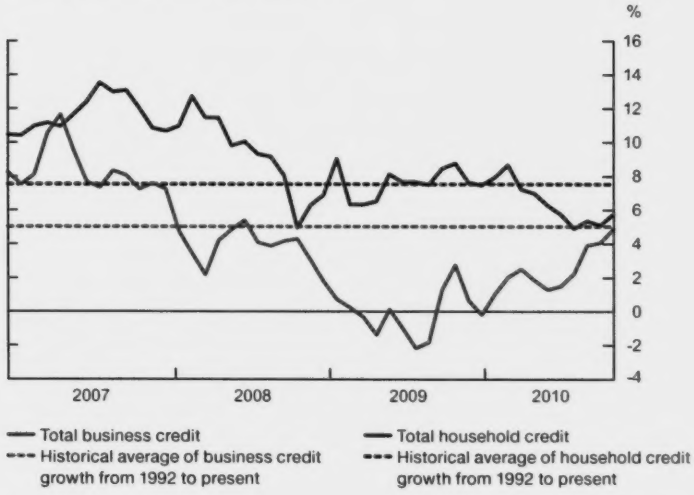
Weekly data



Note: For more information on these series, see <http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>.
Source: Bank of Canada calculations Last observation: 14 January 2011

Chart 19: The growth rate of business credit is picking up, while the expansion of household credit has eased slightly

3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada Last observation: November 2010

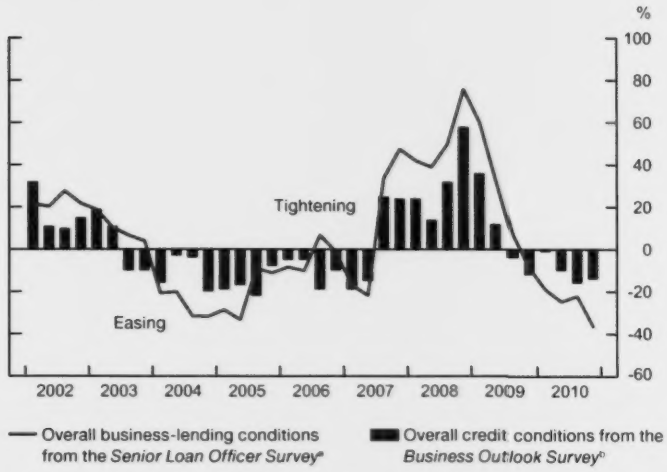
Favourable financing conditions have contributed to the observed pickup in the overall growth of business credit.

corporate bonds and equities, reflected in the persistence of narrow credit spreads despite elevated corporate bond issuance and further recovery in the S&P/TSX Composite Index. Favourable financing conditions, as well as the ongoing recovery in business investment and increased activity in mergers and acquisitions, have contributed to the observed pickup in the overall growth of business credit **(Chart 19)**.

Growth in the narrow monetary aggregates has continued to slow in recent months from the unusually rapid pace set earlier in 2010, consistent with reduced liquidity preference among households and firms. Growth in the broader M2++ aggregate remains below its historical average, suggesting subdued inflation pressures ahead.

Chart 20: Survey results suggest that credit conditions for Canadian non-financial firms eased further in 2010Q4

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions

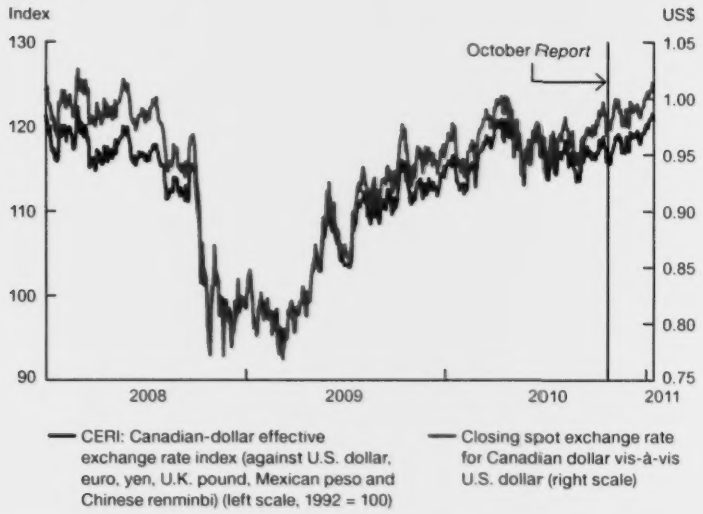
b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus percentage reporting eased credit conditions

Source: Bank of Canada

Last observation: 2010Q4

Chart 21: The Canadian dollar has appreciated since the October *Report*

Daily data



Note: A rise in the index indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 14 January 2011

Exchange Rate

The Canadian dollar has averaged 100 cents U.S. since the December fixed announcement date, compared with the 98 cents assumed in the October *Report* **(Chart 21)**. It appreciated relative to other currencies, with the Canadian-dollar effective exchange rate index (CERI) rising by about 4 per cent since the October *Report*.

The Canadian dollar has averaged 100 cents U.S. since the December fixed announcement date.

Outlook for the Canadian Economy

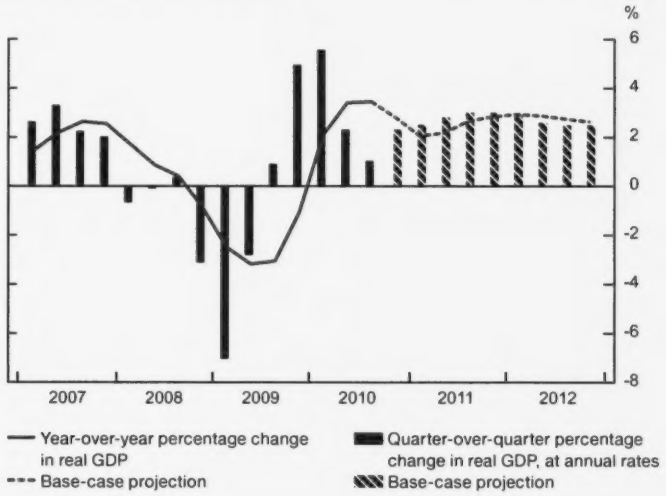
The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 100 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; relatively steady prices for non-energy commodities; and supportive global credit conditions.

Aggregate Demand and Supply

The Bank continues to expect moderate economic growth through 2011 and 2012.

The Bank continues to expect moderate economic growth through 2011 and 2012 **(Chart 22)**. As the expansion progresses, demand in Canada is projected to rely increasingly on business investment and net exports, and less on government and household expenditures **(Table 2** and **Chart 23)**. On an average annual basis, real GDP is projected to grow by 2.4 per cent

Chart 22: Real GDP is expected to grow at a rate consistent with the gradual absorption of excess supply



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

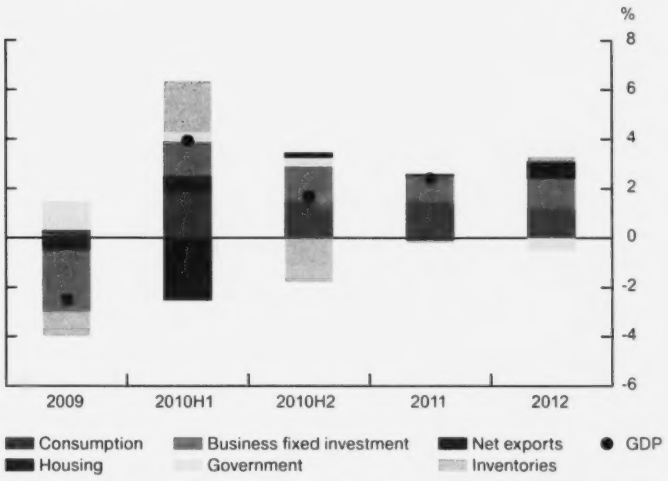
Table 2: Contributions to average annual real GDP growth
Percentage points[a]

	2009	2010	2011	2012
Consumption	0.2 *(0.2)*	1.9 *(1.9)*	1.4 *(1.2)*	1.2 *(1.2)*
Housing	-0.6 *(-0.6)*	0.7 *(0.6)*	-0.1 *(-0.2)*	0.0 *(0.1)*
Government	1.2 *(1.2)*	1.0 *(1.1)*	0.0 *(0.0)*	-0.5 *(-0.4)*
Business fixed investment	-2.6 *(-2.6)*	0.6 *(0.3)*	1.1 *(0.9)*	1.2 *(1.1)*
Subtotal: Final domestic demand	-1.8 *(-1.8)*	4.2 *(3.9)*	2.4 *(1.9)*	1.9 *(2.0)*
Exports	-4.7 *(-4.7)*	1.9 *(2.3)*	1.8 *(1.5)*	1.9 *(1.6)*
Imports	4.9 *(4.9)*	-4.2 *(-4.2)*	-1.7 *(-1.2)*	-1.2 *(-1.1)*
Subtotal: Net exports	0.2 *(0.2)*	-2.3 *(-1.9)*	0.1 *(0.3)*	0.7 *(0.5)*
Inventories	-0.9 *(-0.9)*	1.0 *(1.0)*	-0.1 *(0.1)*	0.2 *(0.1)*
GDP	**-2.5** *(-2.5)*	**2.9** *(3.0)*	**2.4** *(2.3)*	**2.8** *(2.6)*
Memo items:				
Potential output	1.2 *(1.2)*	1.6 *(1.6)*	1.8 *(1.8)*	2.0 *(2.0)*
Real gross domestic income (GDI)	-5.8 *(-5.8)*	4.8 *(5.0)*	3.4 *(2.9)*	3.2 *(2.9)*

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October 2010 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Technical Box 2 in the October 2010 *Report*.

Chart 23: Demand in Canada is projected to rely increasingly on business investment and net exports, and less on government and household expenditures

Contributions to real GDP growth
Percentage points



Note: Contributions for 2010H1 and 2010H2 are proxied by the average quarterly contributions.
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

in 2011 and 2.8 per cent in 2012, a slightly stronger growth profile than had been anticipated at the time of the October *Report*. More robust growth in business investment, as well as heightened near-term momentum in household expenditures and U.S. and global demand, account for the modestly improved outlook. Nonetheless, weaker growth in the second half of 2010 implies somewhat greater excess capacity in the near term. Thus, the Bank continues to expect the economy to return to full capacity only by the end of 2012.

Growth in consumer spending is expected to evolve broadly in line with that of personal disposable income over the projection horizon. The government's recently announced mortgage insurance measures will contribute to a more balanced path for household expenditures.

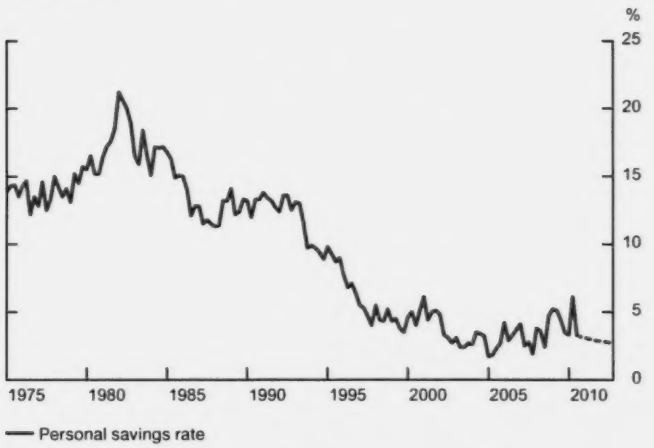
The savings rate is projected to remain near historic lows and household debt near historic highs.

As in the October *Report*, growth in disposable income is expected to moderate from its recent trend as a result of the withdrawal of fiscal stimulus, announced compensation restraints by governments and a slow recovery in average hours worked. With Canadian household balance sheets becoming increasingly stretched and consumption unlikely to be bolstered by gains in house prices, growth in household spending is expected to moderate in line with income growth. This means that the savings rate is projected to remain near historic lows and household debt near historic highs **(Chart 24)**. These factors, taken together with reduced affordability, point to a weakening in residential investment over the projection horizon. The Bank expects the share of the economy accounted for by residential investment, and by household expenditures more broadly, to decline gradually but remain well above historical averages **(Chart 25)**.

The Bank's base-case scenario, which takes into account the federal government's recent announcement that stimulus measures will be extended through October, continues to assume that the contribution of government spending to real GDP growth will turn negative over the projection horizon.

Chart 24: The Canadian personal savings rate is projected to remain near historic lows

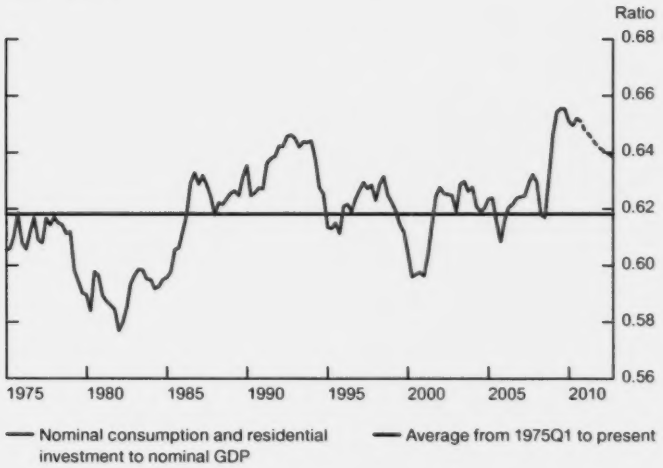
Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Chart 25: The share of household expenditures in GDP is expected to decline somewhat from elevated levels

Quarterly data



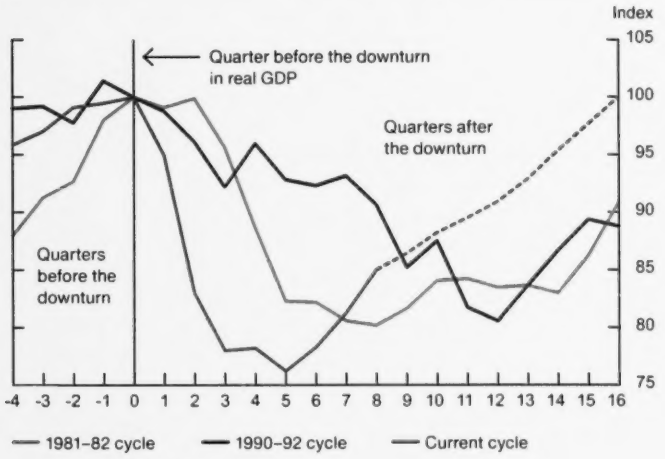
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

The rapid increase in business investment is expected to continue over the projection horizon.

The rapid increase in business investment is expected to continue over the projection horizon as the unusually sharp decline experienced during the recession is unwound **(Chart 26)**. This reflects the solid financial positions of Canadian firms **(Chart 27)**, favourable credit conditions, higher commodity prices, the stronger Canadian dollar, and the impetus to improve productivity amid heightened pressures to become more competitive as the global economy recovers. The Bank's *Business Outlook Survey* has also indicated a consistently high level of investment intentions in recent quarters. Reflecting all of these factors, the Bank expects a somewhat more robust recovery in capital spending than previously projected.

Chart 26: The projected recovery in Canadian business fixed investment underpins the expected pickup in productivity

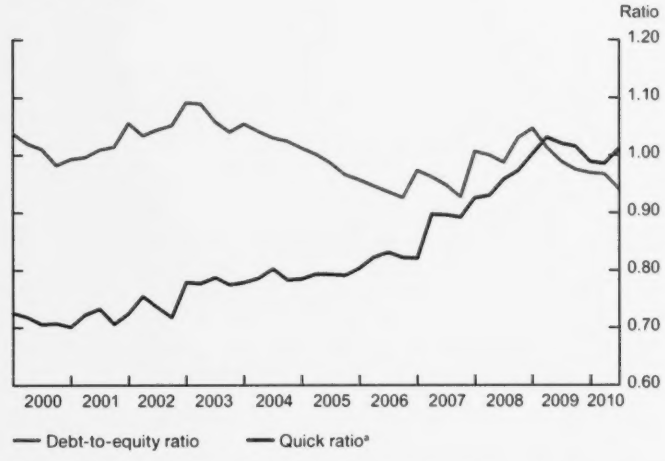
Comparison of Canadian real business investment across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Chart 27: With liquidity high and leverage low, non-financial firms are well positioned to invest

Quarterly data



a. The quick ratio is defined as short-term assets (less inventories) over short-term liabilities.
Source: Statistics Canada Last observation: 2010Q3

Consistent with the October *Report*, the Bank expects an improvement in net exports over the projection horizon as external demand recovers and growth in Canadian domestic demand moderates from its previous rapid pace. While near-term growth prospects in the United States and other foreign economies have significantly improved of late, competitiveness challenges are expected to leave the projected profile of Canadian export growth only slightly stronger than previously anticipated. The rebalancing of domestic demand toward business investment and pressures on Canadian competitiveness also imply higher imports relative to the profile of overall domestic demand. The strength of net exports will continue to be sensitive to currency movements and the expected recovery in productivity growth, in addition to prospects for external demand.

The Bank expects an improvement in net exports over the projection horizon.

The Projection for Inflation

Core inflation is projected to gradually edge up to 2 per cent by the end of 2012.

The outlook for core inflation is broadly unchanged from the October *Report*. Core inflation is projected to gradually edge up to 2 per cent by the end of 2012 **(Table 3** and **Chart 28)**, as excess supply in the economy is slowly absorbed. Inflation expectations remain well anchored. As well, ongoing modest growth in labour compensation, combined with an anticipated pickup in productivity, is expected to restrain growth in unit labour costs and, in turn, dampen inflation pressures.

Table 3: Summary of the base-case projection for Canada[a]

	2009	2010				2011				2012			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	4.9 *(4.9)*	5.6 *(5.8)*	2.3 *(2.0)*	1.0 *(1.6)*	2.3 *(2.6)*	2.5 *(2.6)*	2.8 *(2.3)*	3.0 *(2.3)*	3.0 *(2.6)*	2.9 *(2.7)*	2.6 *(2.8)*	2.5 *(2.8)*	2.5 *(2.8)*
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.1 *(-1.1)*	2.1 *(2.2)*	3.4 *(3.4)*	3.4 *(3.6)*	2.8 *(3.0)*	2.0 *(2.2)*	2.2 *(2.3)*	2.6 *(2.4)*	2.8 *(2.4)*	2.9 *(2.5)*	2.9 *(2.6)*	2.7 *(2.7)*	2.6 *(2.8)*
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 *(1.6)*	2.0 *(2.0)*	1.8 *(1.8)*	1.5 *(1.6)*	1.6 *(1.6)*	1.4 *(1.5)*	1.5 *(1.6)*	1.6 *(1.7)*	1.7 *(1.7)*	1.8 *(1.8)*	1.9 *(1.9)*	1.9 *(1.9)*	2.0 *(2.0)*
Total CPI (year-over-year percentage change)	0.8 *(0.8)*	1.6 *(1.6)*	1.4 *(1.4)*	1.8 *(1.8)*	2.3 *(2.1)*	2.2 *(2.0)*	2.3 *(2.2)*	1.9 *(1.8)*	2.0 *(1.9)*	1.8 *(1.8)*	1.9 *(1.9)*	1.9 *(1.9)*	2.0 *(2.0)*
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	0.8 *(0.8)*	1.6 *(1.6)*	1.4 *(1.4)*	1.3 *(1.3)*	1.9 *(1.7)*	1.7 *(1.5)*	1.8 *(1.7)*	1.9 *(1.8)*	1.9 *(1.8)*	1.8 *(1.8)*	1.9 *(1.9)*	1.9 *(1.9)*	2.0 *(2.0)*
WTI[b] (level)	76 *(76)*	79 *(79)*	78 *(78)*	76 *(76)*	85 *(82)*	91 *(84)*	93 *(86)*	95 *(87)*	95 *(87)*	95 *(88)*	95 *(88)*	95 *(88)*	95 *(89)*

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October *Monetary Policy Report*.
b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 14 January 2011

The near-term profile for core inflation is slightly more subdued than previously anticipated, consistent with slightly greater excess supply in the near term. In the first quarter, the 12-month rate of core inflation will also be dampened by the unusual price increases for motor vehicles and hotel accommodation that occurred in early 2010.

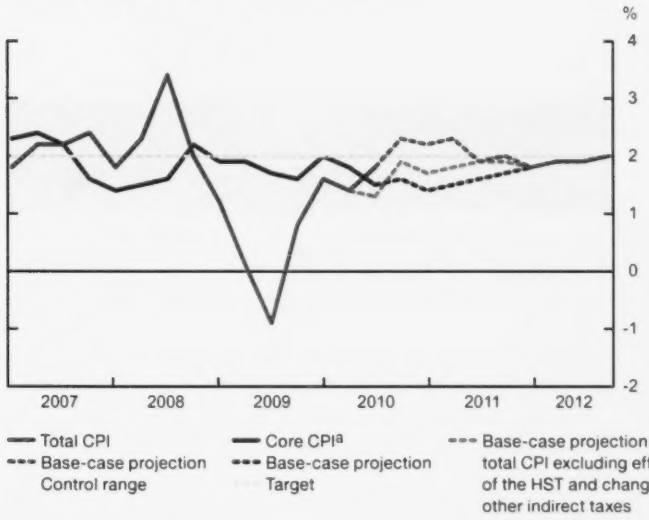
Total CPI inflation is projected to remain slightly higher than the 2 per cent target over the first half of 2011, as the HST and other changes in provincial indirect taxes continue to boost the 12-month rate of change in consumer prices.[1] As with previous changes in indirect taxes, for the purposes of monetary policy, the Bank is looking through the first-round effect on prices of these changes. Excluding the impact of changes in indirect taxes, total CPI inflation is expected to gradually converge to the 2 per cent target, broadly in line with the projected profile for core inflation.

This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

1 The direct impact of changes in consumption taxes in Ontario, British Columbia and Nova Scotia is a temporary rise of 0.7 percentage points in the year-over-year rate of increase in the total CPI from July 2010 to June 2011. The increase in the provincial sales tax in Quebec in January 2011 is expected to add about 0.1 percentage points to total CPI inflation over 2011.

Chart 28: Total CPI and core inflation in Canada are projected to converge to 2 per cent over the projection horizon

Year-over-year percentage change, quarterly data



Total CPI
Base-case projection
Control range
Core CPI[a]
Base-case projection
Target
Base-case projection for total CPI excluding effects of the HST and changes in other indirect taxes

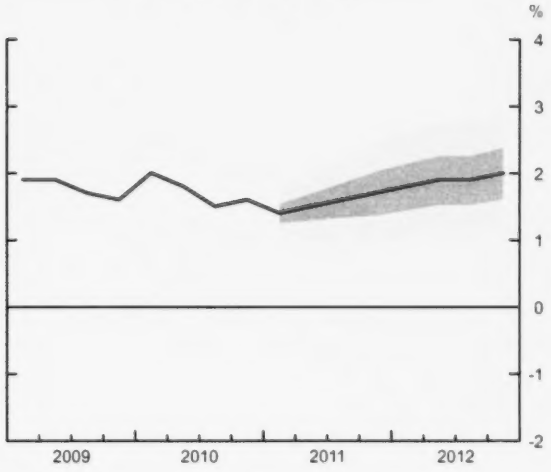
a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 29** and **Chart 30** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the first quarter of 2011 to the end of 2012.[2]

Chart 29: Projection for core CPI inflation

Year-over-year percentage change

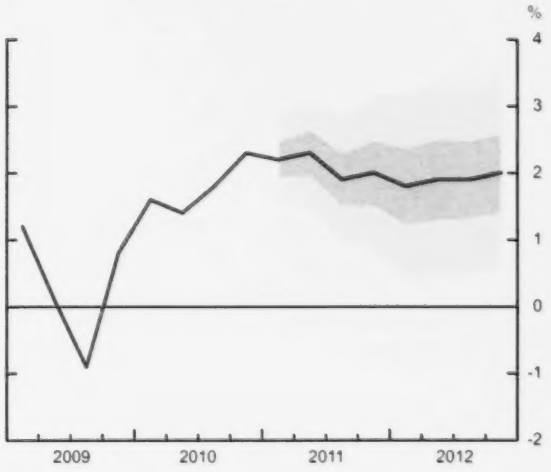


Base-case scenario
50 per cent confidence interval
90 per cent confidence interval

Source: Bank of Canada

Chart 30: Projection for total CPI inflation

Year-over-year percentage change



Base-case scenario
50 per cent confidence interval
90 per cent confidence interval

Source: Bank of Canada

2 Technical details on the construction of the fan charts are available on the Bank's website; keyword search: Fan charts.

Risks to the Outlook

Despite improvements in the outlook for the global and Canadian economies, risks remain elevated.

There are two main upside risks to inflation, relating to higher commodity prices and the possibility of greater-than-projected momentum in the Canadian household sector:

- The global economy could be stronger than currently anticipated, particularly if measures to moderate demand in emerging-market economies prove insufficient. This could boost commodity prices, which would increase incomes in Canada and support stronger investment activity and household spending.
- There could be stronger-than-expected momentum in household expenditures in Canada. With exceptionally stimulative financing conditions, borrowing could continue to grow faster than income.

There are two main downside risks to inflation, relating to Canadian competitiveness and the possibility of weaker-than-projected household expenditures:

- The Bank expects net exports to provide greater support to the Canadian economic expansion over the projection horizon. However, with ongoing productivity challenges and the persistent strength of the Canadian dollar, the anticipated recovery in net exports may not fully materialize. Moreover, renewed tensions in foreign exchange markets could inhibit the necessary global adjustment and put additional pressure on freely floating currencies.
- With household expenditures in Canada significantly above their historical average as a share of GDP, growth in household spending might decelerate more rapidly than is currently anticipated. Relatedly, if there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy, such as consumption, given the high debt loads of some Canadians.

In addition, challenges in Europe continue to be a significant source of uncertainty for the global outlook. A comprehensive solution to the sovereign debt and financial stability issues in a number of countries will be required.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook are roughly balanced over the projection horizon.

Bank of Canada Regional Offices

Atlantic Provinces
1701 Hollis Street, 13th Floor
Halifax, Nova Scotia B3J 3M8

David Amirault
Senior Regional Representative (Economics)

Monique LeBlanc
Senior Regional Representative (Currency)

Quebec
1501 McGill College Avenue, Suite 2030
Montréal, Quebec H3A 3M8

Laurent Martin
Senior Regional Representative (Economics)

Phuong Anh Ho Huu
Senior Regional Representative (Currency)

Miville Tremblay
Senior Representative, Director (Financial Markets)

Ontario
150 King Street West, Suite 2000
Toronto, Ontario M5H 1J9

Brigid Brady
Assistant Chief, Regional Analysis Division, Canadian Economic Analysis Department

Jane Voll
Senior Regional Representative (Economics)

Manuel Parreira
Senior Regional Representative (Currency)

Mark Caplan
Senior Representative, Director (Financial Markets)

Eric Tuer
Assistant Director (Financial Markets)

Prairie Provinces, Nunavut, and Northwest Territories
404 – 6th Avenue SW, Suite 200
Calgary, Alberta T2P 0R9

Alexander Fritsche
Senior Regional Representative (Economics)

Ted Mieszkalski
Senior Regional Representative (Currency)

British Columbia and Yukon
200 Granville Street, Suite 2710
Vancouver, British Columbia V6C 1S4

Farid Novin
Senior Regional Representative (Economics)

Lori Rennison
Senior Regional Representative (Economics)

Trevor Frers
Senior Regional Representative (Currency)

New York Office
Canadian Consulate General
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175 U.S.A.

Scott Kinnear
Consul and Senior Representative for the Bank of Canada

Bureaux régionaux de la Banque du Canada

Provinces de l'Atlantique
1701, rue Hollis, 13e étage
Halifax (Nouvelle-Écosse) B3J 3M8

David Amirault
Représentant principal (Analyse économique)

Monique LeBlanc
Représentante principale (Monnaie)

Québec
1501, avenue McGill College, bureau 2030
Montréal (Québec) H3A 3M8

Laurent Martin
Représentant principal (Analyse économique)

Phuong Anh Ho Huu
Représentante principale (Monnaie)

Miville Tremblay
Représentant principal et directeur (Marchés financiers)

Ontario
150, rue King Ouest, bureau 2000
Toronto (Ontario) M5H 1J9

Brigid Brady
Chef adjointe, Analyse régionale, département des Analyses de l'économie canadienne

Jane Voll
Représentante principale (Analyse économique)

Manuel Parreira
Représentant principal (Monnaie)

Mark Caplan
Représentant principal et directeur (Marchés financiers)

Eric Tuer
Directeur adjoint (Marchés financiers)

Provinces des Prairies, Nunavut et Territoires du Nord-Ouest
404–6th Avenue SW, bureau 200
Calgary (Alberta) T2P 0R9

Alexander Fritsche
Représentant principal (Analyse économique)

Ted Mieszkalski
Représentant principal (Monnaie)

Colombie-Britannique et Yukon
200, rue Granville, bureau 2710
Vancouver (Colombie-Britannique) V6C 1S4

Farid Novin
Représentant principal (Analyse économique)

Lori Rennison
Représentante principale (Analyse économique)

Trevor Frers
Représentant principal (Monnaie)

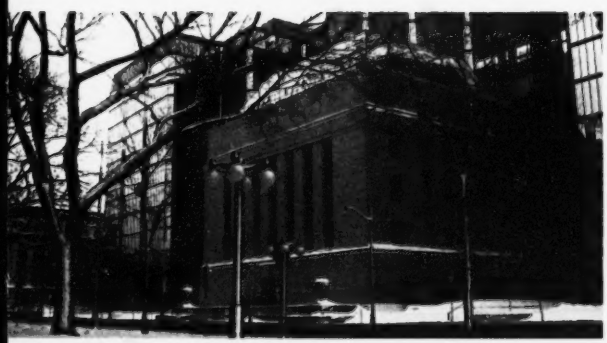
Bureau de New York
Consulat général du Canada
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175
États-Unis

Scott Kinnear
Consul et représentant principal de la Banque du Canada

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2011



www.banqueducanada.ca

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

---

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2011

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANE DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA,
COMPOSÉ DE MARK CARNEY, TIFF MACKLEM, JOHN MURRAY, TIMOTHY LANE, JEAN BOIVIN ET AGATHE CÔTÉ.

Nous devons accroître notre compétitivité. Une reprise suivant une récession exige une réallocation du capital et de la main-d'œuvre. L'essor des investissements des entreprises qui s'est amorcé l'été dernier ne peut être que le début.

— Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
13 décembre 2010
Toronto (Ontario)

Table des matières

Vue d'ensemble 1

L'économie mondiale 3

- **L'évolution récente** 3
- **L'évolution des marchés financiers mondiaux** 10
- **Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale** 12

L'économie canadienne 17

- **L'évolution récente** 17
  - L'activité économique 17
  - L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie 21
  - L'inflation et la cible de 2 % 22
  - Les conditions financières au Canada 24
  - Le taux de change 26
- **Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne** 26
  - L'offre et la demande globales 26
  - La projection en matière d'inflation 31

Les risques entourant les perspectives 35

Notes techniques

- **L'évolution récente des politiques monétaire et budgétaire aux États Unis : incidence sur le Canada** 7
- **L'inflation en Chine et les risques qu'elle présente pour la croissance mondiale** 9
- **La récente évolution de la compétitivité et du commerce extérieur du Canada** 19

Vue d'ensemble

La reprise économique mondiale se poursuit à une cadence un peu plus rapide que la Banque ne l'avait anticipé, même si les risques restent élevés. La demande intérieure privée aux États-Unis s'est raffermie et sera renforcée par les mesures de relance monétaire et budgétaire annoncées récemment. La croissance en Europe a aussi été légèrement plus vigoureuse qu'escompté. Les défis actuels posés par la situation financière des pays souverains et des banques ralentiront la reprise sur ce continent et constituent une source considérable d'incertitude pour les perspectives de l'économie mondiale. Face à la surchauffe, certaines économies de marché émergentes ont commencé à mettre en place des mesures de politique plus restrictives. Le degré d'efficacité de celles-ci influera sur la trajectoire des cours des produits de base, lesquels ont nettement augmenté depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* en octobre, en grande partie sous l'effet de la croissance plus solide à l'échelle du globe.

La reprise au Canada se déroule essentiellement comme prévu et est caractérisée par une période de croissance plus modeste et le début du rééquilibrage attendu de la demande. Le soutien apporté par les dépenses publiques devrait s'achever cette année, conformément aux plans budgétaires annoncés. On s'attend à ce que les lourds bilans des ménages freinent le rythme de progression des dépenses de consommation et de l'investissement résidentiel. En revanche, les investissements des entreprises devraient continuer à se redresser de façon notable, grâce aux conditions financières favorables et aux impératifs concurrentiels. La contribution des exportations nettes à la croissance devrait être plus prononcée à l'avenir, à la faveur du regain de l'activité aux États-Unis et de la hausse de la demande mondiale de produits de base. Toutefois, les effets cumulatifs de la vigueur persistante du dollar canadien et de la piètre tenue du Canada au chapitre de la productivité relative restreignent ce relèvement des exportations nettes et expliquent en partie l'aggravation du déficit de la balance courante de notre pays, qui se situe à son niveau le plus élevé en 20 ans.

Dans l'ensemble, la Banque prévoit que le rythme d'expansion de l'économie canadienne s'établira à 2,4 % en 2011 et à 2,8 % en 2012 — ce qui représente un profil d'évolution un peu plus solide qu'on ne l'entrevoyait en octobre. Vu la présence d'une offre excédentaire légèrement supérieure dans l'économie à court terme, la Banque continue de s'attendre à ce que l'économie renoue avec son plein potentiel à la fin de 2012.

Les pressions sous-jacentes pesant sur les prix demeurent modestes, en raison de la marge considérable de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter progressivement à 2 % d'ici la fin de 2012, étant donné que l'offre

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 14 janvier 2011.

excédentaire dans l'économie se résorbe lentement. Les attentes d'inflation restent bien ancrées. L'inflation mesurée par l'IPC global est poussée temporairement à la hausse par les changements apportés aux impôts indirects perçus par les provinces, mais devrait converger vers la cible de 2 % d'ici la fin de 2012.

Malgré l'amélioration des perspectives relatives aux économies mondiale et canadienne, les risques en matière d'inflation demeurent élevés. Il existe deux principaux risques à la hausse; ils concernent le renchérissement des produits de base et la possibilité d'un dynamisme plus marqué que prévu au sein du secteur canadien des ménages.

Deux principaux risques à la baisse pèsent sur les perspectives d'inflation, qui ont trait à la compétitivité du Canada et à la possibilité que les dépenses des ménages canadiens soient plus faibles qu'anticipé.

De plus, les défis auxquels l'Europe est confrontée demeurent une source importante d'incertitude quant aux perspectives mondiales. Les problèmes liés à la dette souveraine et à la stabilité financière d'un certain nombre de pays nécessiteront une solution d'ensemble.

La Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, la Banque a décidé, le 18 janvier 2011, de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Le taux officiel d'escompte demeure à 1 1/4 %, et le taux de rémunération des dépôts, à 3/4 %. Cette décision laisse en place un degré de détente monétaire considérable, compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % dans un contexte caractérisé par une offre excédentaire importante au Canada. Toute nouvelle réduction du degré de détente monétaire devra être évaluée avec soin.

L'économie mondiale

La reprise économique mondiale se poursuit à une cadence un peu plus rapide qu'on ne l'entrevoyait dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre. Aux États-Unis, la demande privée s'est raffermie et sera renforcée par les mesures de relance monétaire et budgétaire annoncées récemment. Le dynamisme dans les économies de marché émergentes a été favorisé par une augmentation marquée des dépenses de consommation et d'investissement et par la vigueur persistante des exportations. L'activité économique dans la zone euro a aussi été légèrement plus vive que prévu.

La reprise économique mondiale se poursuit à une cadence un peu plus rapide.

La reprise mondiale continue toutefois d'être entravée par certains défis notables. Les grandes forces que constituent les réductions des leviers d'endettement des ménages, des banques et des pays souverains continueront de modérer la croissance dans beaucoup d'économies avancées. L'assainissement des bilans en cours et la faiblesse du marché du travail freineront le redressement des dépenses des ménages aux États-Unis, alors que dans certains pays d'Europe, l'assainissement budgétaire plus énergique et de nouvelles craintes quant aux bilans des banques et à la viabilité des finances publiques devraient aussi limiter l'expansion. Bon nombre d'économies émergentes sont, pour leur part, aux prises avec une demande excédentaire et des pressions inflationnistes à la hausse. Les efforts qu'elles déploient pour contenir ces pressions sont compliqués dans certains cas par un manque de flexibilité des taux de change.

L'évolution récente

L'économie mondiale a maintenu son rythme d'expansion au deuxième semestre de 2010 et a affiché un dynamisme légèrement plus grand qu'escompté au moment de la parution du *Rapport* d'octobre. Aux États-Unis, malgré la faiblesse du marché du travail, l'activité économique a gagné en vigueur, à la faveur du redressement des dépenses de consommation et d'investissement. La croissance est également demeurée soutenue en Europe, en dépit des préoccupations accrues au sujet de la dette souveraine dans plusieurs pays périphériques. Au Japon, par contre, l'expansion a considérablement ralenti vers la fin de 2010, à la suite de l'élimination de certains programmes de soutien budgétaire. L'activité économique dans les économies émergentes, qui affichait de forts taux de croissance, a aussi commencé à fléchir vers la fin de 2010, sous l'influence du retrait graduel des mesures de relance budgétaire et monétaire. On attribue néanmoins à ces économies la majeure partie de la croissance mondiale **(Graphique 1)**.

Aux États-Unis, malgré la faiblesse du marché du travail, l'activité économique a gagné en vigueur.

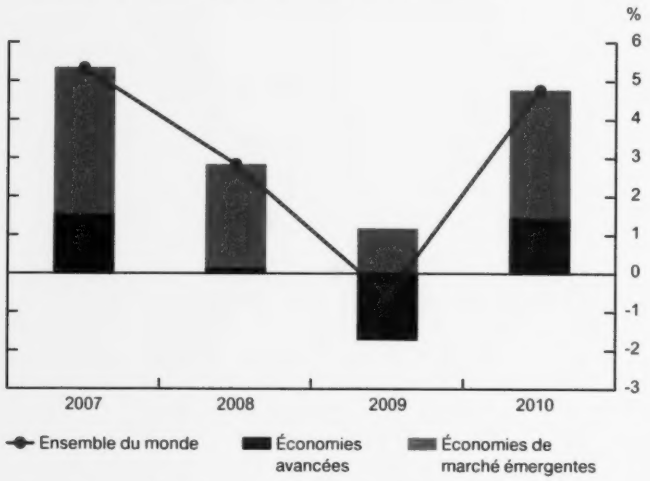
Compte tenu des importantes capacités inutilisées, les taux directeurs des grandes économies avancées demeurent à des creux historiques ou près de ceux-ci **(Graphique 2)**, et les pressions inflationnistes sous-jacentes sont

modérées **(Graphique 3)**. Aux États-Unis, l'indice fondamental des prix à la consommation a touché des planchers records depuis la publication du *Rapport* d'octobre. Par contre, les pressions inflationnistes s'intensifient dans de nombreuses économies émergentes en réaction à la demande excédentaire.

Le PIB américain a crû à un taux annualisé de 2,6 % en termes réels au troisième trimestre de 2010 et, selon les estimations, son rythme d'expansion aurait atteint 3,7 % au quatrième trimestre, du fait d'un redressement des

Graphique 1 : Les économies de marché émergentes continuent d'être le moteur de la croissance mondiale

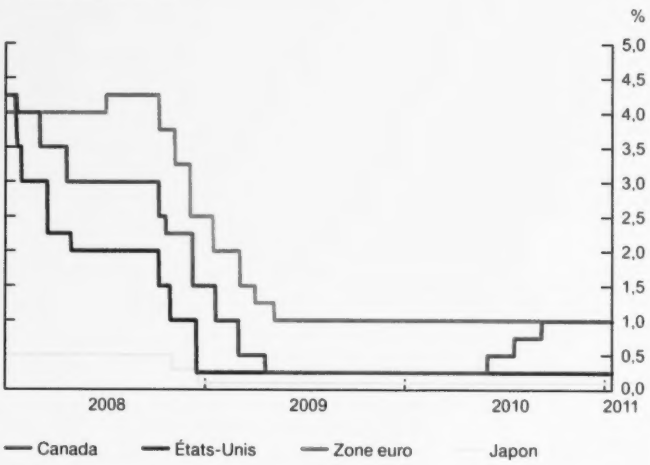
Contribution à la croissance du PIB mondial, données annuelles



Nota : Les taux de croissance pour 2010 sont des estimations du Fonds monétaire international.
Source : Fonds monétaire international

Graphique 2 : Les taux directeurs demeurent à des creux historiques dans la plupart des économies avancées

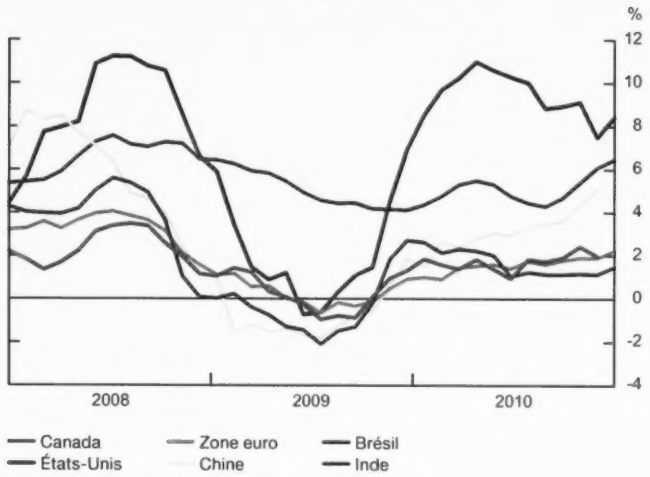
Données quotidiennes



Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dont les limites sont de 0,0 et 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.
Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon
Dernière observation : 14 janvier 2011

Graphique 3 : Les pressions inflationnistes restent limitées dans les grandes économies avancées mais s'intensifient dans bon nombre d'économies de marché émergentes

Taux de variation en glissement annuel de l'IPC global, données mensuelles



Nota : Les chiffres de l'inflation en Inde correspondent à l'indice des prix de gros.
Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Eurostat, Banque populaire de Chine, Institut brésilien de géographie et de statistiques et Office of the Economic Adviser de l'Inde
Dernières observations : novembre et décembre 2010

dépenses de consommation et d'une baisse notable, mais temporaire, des importations de pétrole. La vigueur de la consommation au quatrième trimestre a été alimentée par une poussée des dépenses en biens durables, en particulier les véhicules automobiles. Même si le taux d'épargne des ménages a légèrement reculé, il demeure néanmoins à un niveau compatible avec la reconstitution des bilans de ceux-ci à moyen terme **(Graphique 4)**. Les conditions sur le marché américain du travail restent difficiles, du fait que le septième seulement des emplois perdus durant la récession ont été récupérés jusqu'à maintenant et que le taux de chômage de longue durée continue d'avoisiner les sommets de l'après-guerre.

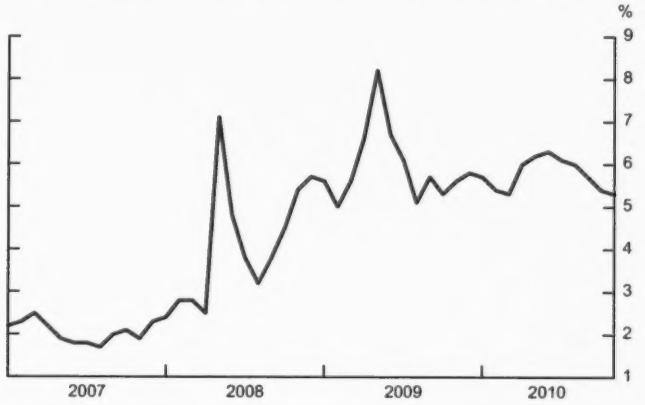
L'investissement résidentiel aux États-Unis s'est fortement replié au deuxième semestre de 2010.

L'investissement résidentiel aux États-Unis s'est fortement replié au deuxième semestre de 2010, retardant la reprise attendue du secteur du logement. L'investissement reste bridé par un niveau élevé de logements inoccupés, le resserrement récent des normes d'octroi de prêts hypothécaires par les banques et le relèvement des taux de ces prêts **(Graphique 5)**. La lenteur du processus de saisie immobilière découlant de vices de procédure risque aussi de retarder l'ajustement du marché de l'habitation.

Même si les investissements des entreprises dans la construction ont poursuivi leur baisse au troisième trimestre, les indicateurs récents donnent à penser qu'ils ont presque touché leur creux. Par contre, les investissements en équipement et en logiciels ont regagné la majeure partie du terrain perdu durant la récession, car les entreprises se sont employées à remplacer le capital qui s'était déprécié ainsi qu'à améliorer la productivité. Le rythme de progression des exportations s'est vivement accéléré au deuxième semestre de 2010, grâce à la demande vigoureuse dans les économies émergentes, la dépréciation du dollar É.-U. pendant la dernière année et les solides gains enregistrés au chapitre de la productivité.

Graphique 4 : Le taux d'épargne des ménages américains demeure à un niveau qui cadre avec une reconstitution graduelle de leur richesse

Taux d'épargne (en pourcentage du revenu disponible), données mensuelles

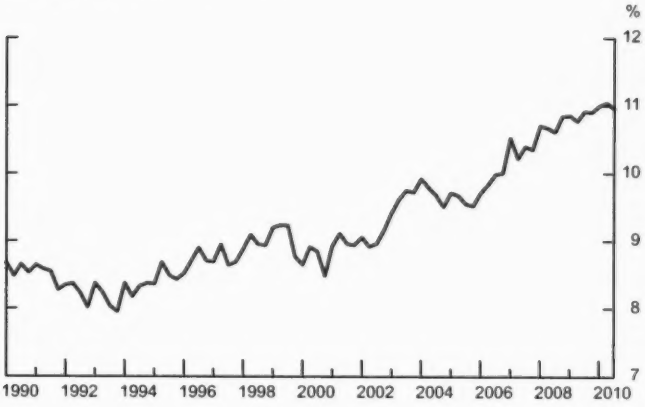


Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis

Dernière observation : novembre 2010

Graphique 5 : Le niveau élevé de logements inoccupés aux États-Unis continue de brider l'investissement résidentiel

Taux de logements inoccupés durant toute l'année (en pourcentage de l'ensemble des logements), données trimestrielles



Sources : Bureau du recensement des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010T3

Les autorités américaines ont adopté de nouvelles mesures de relance.

Vers la fin de l'année, les autorités américaines ont adopté de nouvelles mesures de relance, en raison de la faiblesse prononcée du marché du travail et du plancher historique atteint par l'inflation fondamentale aux États-Unis **(Note technique 1)**. Comme on s'y attendait au moment de la parution du *Rapport* d'octobre, la Réserve fédérale a annoncé une deuxième phase d'assouplissement quantitatif en novembre. En outre, le gouvernement américain a promulgué une loi en décembre prévoyant la mise en œuvre d'importants nouveaux stimulants budgétaires au cours des deux prochaines années.

Dans la zone euro, le PIB a crû de 1,4 % en termes réels au troisième trimestre de 2010, et les indicateurs disponibles font état d'une expansion assez robuste au quatrième trimestre, concentrée dans les pays du cœur de l'Europe, en particulier l'Allemagne. Dans les économies périphériques, toutefois, la croissance a été freinée par le resserrement budgétaire, les préoccupations accrues concernant la dette souveraine et le secteur bancaire, ainsi que par le manque de compétitivité.

Note technique 1

L'évolution récente des politiques monétaire et budgétaire aux États-Unis : incidence sur le Canada

D'importantes mesures de politique monétaire et budgétaire ont été annoncées aux États-Unis depuis qu'est parue la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.

À l'issue de la réunion tenue par le Comité de l'open market le 3 novembre dernier, la Réserve fédérale a annoncé son intention d'acheter des titres du Trésor à hauteur de 600 milliards de dollars É.-U. et par tranches mensuelles d'environ 75 milliards[1]. Cette décision largement attendue avait déjà été prise en compte dans la projection de la Banque présentée en octobre. Étant donné que d'autres facteurs ont aussi influé sur le rendement des titres du Trésor américain au cours de la période récente, il est difficile de quantifier l'ampleur de l'assouplissement supplémentaire pouvant en résulter **(Tableau 1-A)**. Toutes choses égales par ailleurs, la Banque estime que la pression à la baisse sur le coût du crédit pour les consommateurs et les entreprises, la pression à la hausse sur le prix des actifs et la dépréciation du dollar américain se traduiront par une amélioration de la croissance du PIB aux États-Unis de 0,2 et de 0,1 point de pourcentage respectivement en 2011 et en 2012.

Aux mesures d'assouplissement monétaire annoncées en novembre s'est ajouté un nouveau programme de relance budgétaire. Prévu dans une loi promulguée le 17 décembre, ce train de mesures se chiffre à quelque 850 milliards de dollars É.-U. et comprend des allègements fiscaux pour les ménages, la prolongation des allocations aux chômeurs de longue date ainsi qu'un régime fiscal plus avantageux pour les investissements des entreprises. Le programme prévoit également la reconduction, pour deux ans, des baisses d'impôt accordées sous la présidence de George W. Bush. L'ampleur de ces mesures avait été anticipée à peu près pour moitié au moment de la parution du *Rapport* d'octobre. Ce programme devrait soutenir les dépenses de consommation et contribuer de façon appréciable à l'expansion à court terme du PIB aux États-Unis. La Banque est d'avis qu'il en résultera un gain de croissance du PIB américain de 0,8 et

(suite à la page suivante)

1 Le rythme et le montant final des achats pourraient être modifiés, selon l'évolution de la conjoncture. La Réserve fédérale entend continuer de réinvestir, dans des valeurs du Trésor à long terme, le produit du remboursement du principal des titres de dette et des titres adossés à des créances hypothécaires des agences fédérales américaines. L'ensemble de ces mesures devrait se solder par des achats de titres du Trésor à long terme de l'ordre de 850 milliards à 900 milliards de dollars É.-U. d'ici la fin du deuxième trimestre de 2011.

Au Japon, les données publiées depuis octobre montrent que la récession a été plus profonde, et la reprise en 2010, plus forte, de sorte que le niveau récent du PIB a été légèrement plus faible qu'on ne l'avait d'abord escompté. La croissance économique en 2010 a été favorisée par une demande extérieure élevée et des programmes de relance budgétaire destinés à stimuler la consommation. On estime toutefois que l'expansion a considérablement ralenti au quatrième trimestre, sous l'effet du retrait de certains stimulants budgétaires visant à soutenir les dépenses des ménages et de l'appréciation récente du yen.

Le taux de croissance du PIB réel de la Chine, en glissement annuel, s'est établi à un peu moins de 10 % au second semestre de 2010. La demande intérieure est restée vive, alimentée par la progression robuste des dépenses d'investissement et de consommation, alors que l'activité dans le secteur du logement a continué de prendre de la vigueur, malgré les tentatives faites antérieurement pour la modérer. Dans un effort pour contrer les pressions inflationnistes à la hausse, les autorités chinoises ont resserré davantage la politique monétaire. Ce resserrement s'est traduit par un relèvement des taux d'intérêt et par l'adoption de diverses mesures administratives **(Note technique 2)**.

Note technique 1 (*suite*)

L'évolution récente des politiques monétaire et budgétaire aux États-Unis : incidence sur le Canada

de 0,2 point de pourcentage respectivement en 2011 et en 2012. Globalement, les mesures d'assouplissement monétaire et de relance budgétaire mises en œuvre devraient faire augmenter le taux de croissance du PIB américain respectivement de 1,0 et de 0,3 point de pourcentage en 2011 et en 2012.

On s'attend à ce que le programme d'achats de titres de la Réserve fédérale ait des retombées légèrement positives sur la croissance au Canada, car l'impulsion provenant du regain d'activité à l'étranger et du renchérissement des produits de base devrait plus que compenser les effets modérateurs possibles d'une dépréciation du dollar É.-U. Le programme de relance budgétaire américain devrait aussi stimuler les exportations canadiennes vers les États-Unis, même si le fait qu'il vise surtout à revigorer la consommation en limitera l'incidence sur le Canada[2].

Toutes choses égales par ailleurs, la Banque estime que les deux trains de mesures adoptés devraient ajouter à la croissance du PIB canadien environ 0,2 et 0,1 point de pourcentage respectivement en 2011 et en 2012.

2 Les exportations canadiennes étant principalement constituées de produits de base non énergétiques et de biens d'équipement, elles sont plus sensibles aux variations des dépenses d'investissement américaines qu'à celles des dépenses de consommation.

Tableau 1-A : Les conditions financières aux États-Unis se sont dans l'ensemble améliorées, les marchés anticipant, dès la fin d'août, les mesures supplémentaires d'assouplissement monétaire à venir

Variations	Niveau actuel[a]	Depuis la réunion du Comité de l'open market (3 novembre)	Depuis le discours de Jackson Hole[c] (27 août)	Depuis le 31 juillet[d]
Indice S&P 500	1 293,2	+8,0 %	+21,5 %	+17,4 %
Rendement des obligations du Trésor américain à dix ans	3,32 %	+75 points de base	+68 points de base	+42 points de base
Écart de rendement relatif aux obligations de sociétés américaines de bonne qualité	163 points de base	-15 points de base	-28 points de base	-25 points de base
Taux de change du dollar É.-U. pondéré en fonction du commerce extérieur[b]	99,73	+1,7 %	-3,4 %	-2,5 %
Taux d'inflation neutre relatif aux États-Unis (sur 10 ans)	2,35 %	+19 points de base	+72 points de base	+58 points de base

a. À la clôture des marchés le 14 janvier 2011, à l'exception du taux de change du dollar É.-U. pondéré en fonction du commerce extérieur, calculé au 7 janvier 2011
b. La pondération de cet indice fait chaque année l'objet d'un nouveau calcul pour refléter les chiffres de la balance commerciale.
c. Discours du président de la Réserve fédérale dans lequel Bernanke évoque la possibilité d'un nouvel assouplissement monétaire
d. Niveau antérieur à tout effet d'anticipation

Sources : Bloomberg, Réserve fédérale des États-Unis et Bank of America Merrill Lynch

L'indice des prix mondiaux des produits de base de la Banque du Canada a augmenté de 14 % depuis la sortie du Rapport *en octobre.*

L'indice des prix mondiaux des produits de base de la Banque du Canada a augmenté de 14 % depuis la sortie du *Rapport* en octobre **(Graphique 6)**, compte tenu principalement de la solidité de la demande, émanant surtout d'Asie, et peut-être aussi d'une certaine incidence des flux financiers sur les prix des produits de base. Les cours du gaz naturel se sont accrus de 26 %, du fait de facteurs saisonniers mais, étant donné l'offre abondante, ils sont demeurés bien en deçà de leur moyenne des dernières années. Les prix du pétrole ont pour leur part augmenté d'environ 12 %, en raison de la demande mondiale plus élevée de pétrole brut et d'une baisse des stocks, alors que les prix des produits de base non énergétiques ont crû de près de 11 % depuis la publication du *Rapport* en octobre, étant donné les gains substantiels enregistrés par la plupart des composantes.

Note technique 2

L'inflation en Chine et les risques qu'elle présente pour la croissance mondiale

La forte croissance de la Chine a joué un rôle important dans la reprise de l'économie mondiale. Pour le Canada en particulier, le dynamisme de l'activité en Chine a stimulé la demande d'exportations et soutenu les prix des matières premières. Selon de récentes données, l'économie chinoise pourrait néanmoins être menacée de surchauffe. La croissance plus vive que prévu et les tensions inflationnistes en Chine font peser tout à la fois, à brève échéance, un risque à la hausse sur les perspectives d'expansion de l'économie mondiale et l'évolution des cours des matières premières et, à plus long terme, un risque à la baisse.

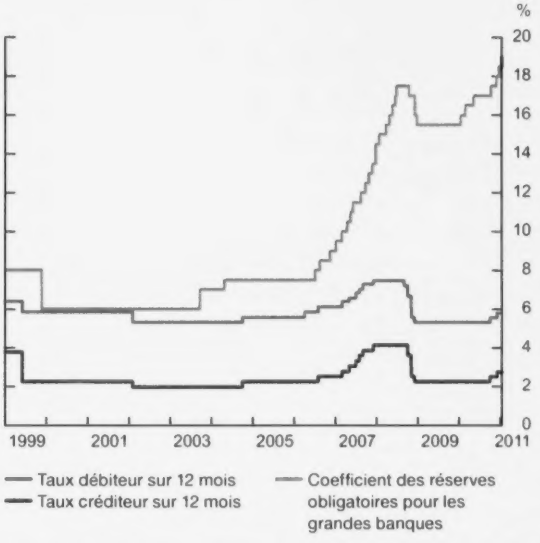
De récents indicateurs témoignent d'une intensification prononcée des tensions inflationnistes en Chine. Les prix à la consommation augmentent régulièrement depuis quelques mois. Ainsi, en novembre dernier, le taux d'accroissement de l'IPC global s'est établi à 5,1 %, son plus haut niveau en 28 mois. S'il est vrai que cette poussée s'explique en bonne partie par un renchérissement des aliments de plus de 11 %, il reste que les prix de la composante non alimentaire se sont aussi orientés à la hausse[1]. Les prix à la production et les salaires ont monté de façon marquée, tandis que la masse monétaire au sens large (M2) et les prêts dans leur ensemble ont nettement crû ces deux dernières années, au même titre que l'activité immobilière et les prix des propriétés[2]. Résultat, les anticipations d'une hausse plus forte des prix se sont enracinées plus fermement[3].

Les moyens déployés par la Chine pour juguler l'inflation sont largement influencés par sa politique de change. Le maintien d'une parité quasi fixe contraint la banque centrale à acheter les dollars É.-U. liés à l'excédent des échanges avec l'étranger, et à émettre en contrepartie des yuans. Pour compenser l'expansion simultanée du volume de yuans en circulation, les autorités s'engagent en règle générale dans diverses opérations de stérilisation. Puisqu'un relèvement des taux d'intérêt aggraverait les pressions haussières sur le yuan et augmenterait en même temps le coût budgétaire des stérilisations, les autorités chinoises ont préféré élever le niveau des réserves obligatoires des banques, stériliser en émettant des obligations et recourir à d'autres mesures administratives pour contenir la croissance du crédit ainsi que les tensions inflationnistes **(Graphique 2-A)**. Ces instruments n'ont pas permis une maîtrise complète de l'inflation. En outre, ils ont alourdi les coûts supportés par le secteur financier, car les établissements bancaires privés ont été forcés de placer une large part de leurs avoirs (environ 25 % au troisième trimestre de 2010) auprès de la banque centrale au lieu d'emprunteurs privés.

(suite à la page suivante)

Graphique 2-A : Le coefficient des réserves obligatoires est le principal instrument de la politique monétaire chinoise

Données quotidiennes



Source : Banque populaire de Chine — Dernière observation : janvier 2011

1 Les données relatives à la progression des prix des produits non alimentaires peuvent toutefois sous-estimer l'ampleur réelle de l'inflation, car les frais de logement dans le panier de l'IPC sont assortis d'un faible poids alors qu'ils augmentent plus vite que le taux d'inflation mesuré pour la composante non alimentaire.

2 L'indice des prix de revente des appartements, qui est assorti d'une pondération démographique établie à partir de statistiques portant sur 17 villes, montre que les prix de cette catégorie de logements ont grimpé de quelque 60 % depuis juillet 2009. L'indice est construit par l'ambassade du Canada en Chine à l'aide des données de la maison de courtage immobilier Soufun.

3 Plus de 60 % des répondants à l'enquête que la Banque populaire de Chine a menée au quatrième trimestre de 2010 auprès de 20 000 ménages répartis dans 50 villes s'attendaient à une montée des prix au trimestre suivant, alors que cette proportion était de 43 % au trimestre précédent.

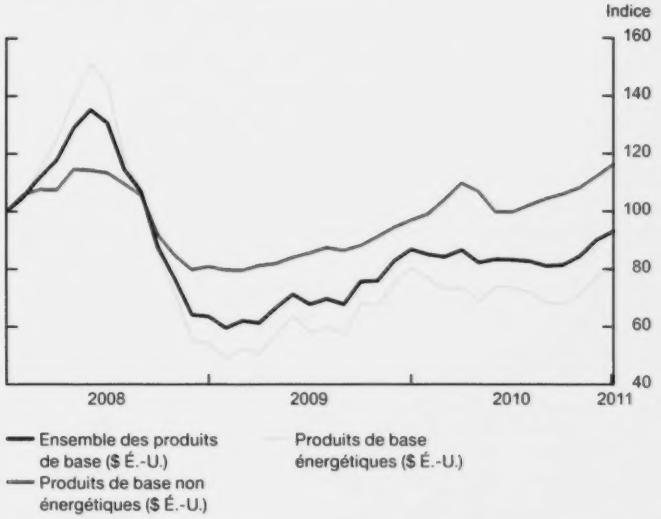
Note technique 2 (*suite*)

L'inflation en Chine et les risques qu'elle présente pour la croissance mondiale

Dans son scénario de référence, la Banque suppose que les autorités chinoises arriveront à assurer un atterrissage en douceur de l'économie de leur pays, qui impliquera une légère modération de la croissance et une réduction graduelle de l'inflation jusqu'au taux visé de 4 %. Mais on ne peut écarter le risque que les efforts des autorités en ce sens se révèlent insuffisants. Dans une telle éventualité, la période d'expansion et d'inflation accrues durerait plus longtemps que ce que l'on anticipe en ce moment, ce qui nécessiterait à moyen terme des mesures plus énergiques. La correction du taux de croissance et de l'inflation qui pourrait s'ensuivre en Chine serait alors beaucoup plus brutale.

Graphique 6 : Les cours mondiaux des produits de base ont augmenté depuis la parution du *Rapport* d'octobre

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada; base 100 de l'indice : janvier 2008, données mensuelles



Nota : Les valeurs pour janvier 2011 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 14 janvier 2011.
Source : Banque du Canada
Dernière observation : janvier 2011

L'évolution des marchés financiers mondiaux

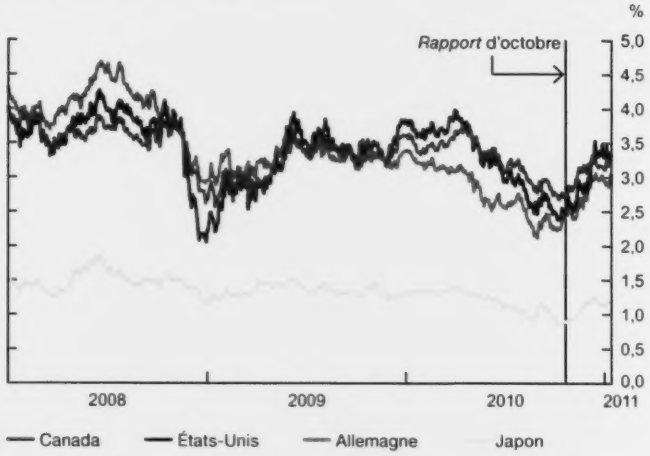
Les conditions sur les marchés financiers mondiaux demeurent généralement favorables, malgré les inquiétudes accrues concernant les difficultés budgétaires et les secteurs bancaires vulnérables de certains pays européens.

L'accroissement des rendements semble refléter en grande partie les révisions à la hausse des attentes relatives à la croissance économique mondiale.

Les rendements des obligations d'État dans les grandes économies avancées ont augmenté depuis la parution du *Rapport* en octobre **(Graphique 7)**, mais restent néanmoins peu élevés par rapport aux niveaux passés. L'accroissement des rendements semble refléter en grande partie les révisions à la hausse des attentes relatives à la croissance économique mondiale par suite de la publication de données économiques positives et, dans le cas des États-Unis, de l'annonce de nouvelles mesures de relance budgétaire.

Graphique 7 : Les rendements des obligations d'État des grandes économies avancées ont augmenté depuis la parution du *Rapport* d'octobre

Rendement des obligations d'État à 10 ans



Source : Bloomberg

Dernière observation : 14 janvier 2011

Les autorités publiques européennes ont annoncé diverses mesures visant à préserver la stabilité financière.

À la fin d'octobre et en novembre, les investisseurs se sont montrés de plus en plus préoccupés par les finances publiques des pays de l'Europe périphérique et, dans certains cas, par l'incidence sur celles-ci des tensions dans le secteur bancaire. Les écarts de crédit dans les pays souverains les plus touchés se sont nettement creusés **(Graphique 8)** et plusieurs pays de la zone euro s'en sont ressentis. Les autorités publiques européennes ont réagi en annonçant diverses mesures visant à préserver la stabilité financière, dont un programme de stabilisation pour l'Irlande et des plans d'assainissement des finances publiques plus rigoureux dans plusieurs pays. La Banque centrale européenne a également accru ses injections de liquidités exceptionnelles dans les banques de la zone euro et acheté davantage d'obligations souveraines sur le marché secondaire. L'évolution des marchés financiers depuis donne à penser que de nouvelles mesures pourraient s'avérer nécessaires.

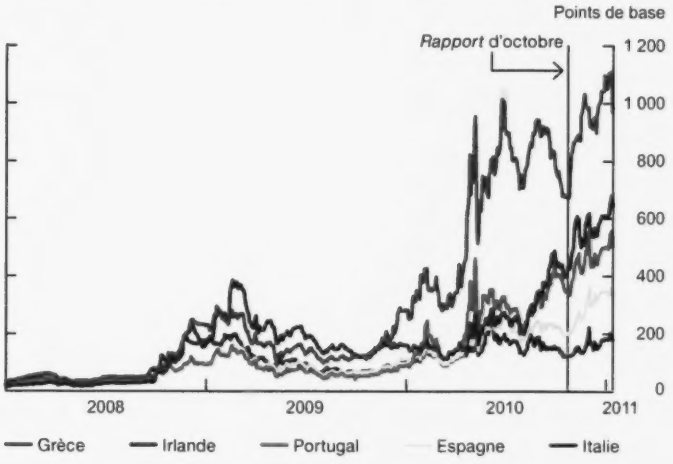
En dépit de ces tensions, la plupart des marchés des actions et des obligations de sociétés à l'échelle du globe ont continué d'afficher une bonne tenue depuis la diffusion du *Rapport* en octobre, ce qui est attribuable aux solides bénéfices et revenus enregistrés par les sociétés et aux données économiques généralement meilleures que prévu. Les marchés mondiaux des obligations de sociétés connaissent encore des niveaux d'émission soutenus et des écarts plus faibles, particulièrement pour ce qui est des titres plus risqués tels que les obligations de sociétés à rendement élevé, ce qui tient à la forte demande des investisseurs et à un appétit grandissant pour le risque **(Graphique 9)**.

Les monnaies de plusieurs pays émergents ont été soumises à des pressions à la hausse persistantes.

Sous l'effet de l'amélioration des facteurs fondamentaux et de l'accroissement de l'intérêt des investisseurs, les monnaies de plusieurs pays émergents ont été soumises à des pressions à la hausse persistantes par rapport au dollar É.-U. Même si les autorités de ces pays ont réduit la fréquence et l'ampleur de leurs interventions sur les marchés des changes depuis octobre, un certain nombre d'entre elles ont imposé des restrictions sur les mouvements de capitaux ainsi que d'autres mesures administratives. Ces interventions des pouvoirs publics risquent d'entraver le processus d'ajustement des taux de change réels requis pour corriger les déséquilibres mondiaux et soutenir la reprise.

Graphique 8 : Les écarts de crédit se sont encore élargis dans certains pays européens depuis le *Rapport* d'octobre

Écarts sur les swaps sur défaillance à cinq ans relatifs aux titres d'emprunteurs souverains

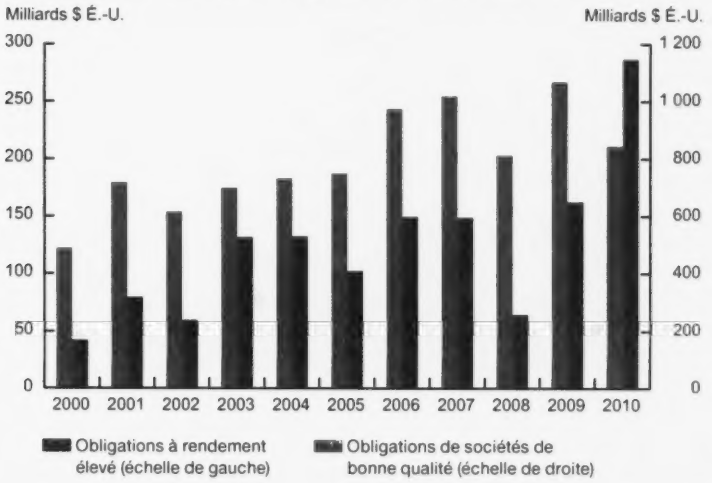


Source : Markit

Dernière observation : 14 janvier 2011

Graphique 9 : L'émission d'obligations de sociétés a été soutenue, en particulier sur le marché des titres à rendement élevé

Émission à l'échelle du globe d'obligations de sociétés libellées en dollars américains



Source : Bloomberg

Dernière observation : 31 décembre 2010

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

La reprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme solide en 2011 et en 2012.

La reprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme solide en 2011 et en 2012 **(Tableau 1)**, à la faveur du raffermissement de la demande intérieure privée. On prévoit que la croissance mondiale au cours de cette période sera un peu plus vigoureuse qu'anticipé en octobre. Même si les effets de la crise de la dette en Europe périphérique devraient restreindre l'expansion durant la période projetée, ils seront largement compensés, en 2011, par l'incidence du regain de l'activité observé aux États-Unis et dans les économies de marché émergentes.

Le PIB réel américain, en moyenne annuelle, devrait croître de 3,3 % en 2011 et de 3,2 % en 2012. On s'attend à ce que l'expansion aux États-Unis en 2011 soit plus forte qu'escompté dans le *Rapport* d'octobre, en raison du nouveau programme de relance budgétaire et de la reprise plus rapide des dépenses de consommation **(Graphique 10)**.

On s'attend à ce que l'expansion aux États-Unis en 2011 soit plus forte qu'escompté.

La progression des dépenses des ménages aux États-Unis devrait être soutenue jusqu'à la fin de 2012 par une modeste intensification du rythme de création d'emplois, et ce, dans un contexte d'extrême précarité sur le marché du travail à l'heure actuelle et d'un taux de chômage de longue durée qui a atteint des sommets historiques. En outre, les nouvelles mesures de relance

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)		
		2010	2011	2012
États-Unis	20	2,9 *(2,7)*	3,3 *(2,3)*	3,2 *(3,3)*
Zone euro	15	1,7 *(1,7)*	1,5 *(1,1)*	1,5 *(1,7)*
Japon[c]	6	4,3 *(2,9)*	1,4 *(1,3)*	2,1 *(2,3)*
Chine	13	10,4 *(10,3)*	9,3 *(9,0)*	8,8 *(8,9)*
Autres pays	46	5,7 *(5,2)*	4,0 *(3,6)*	3,8 *(3,5)*
Ensemble du monde	**100**	**5,0 *(4,7)***	**4,0 *(3,5)***	**3,9 *(3,8)***

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2009.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2010

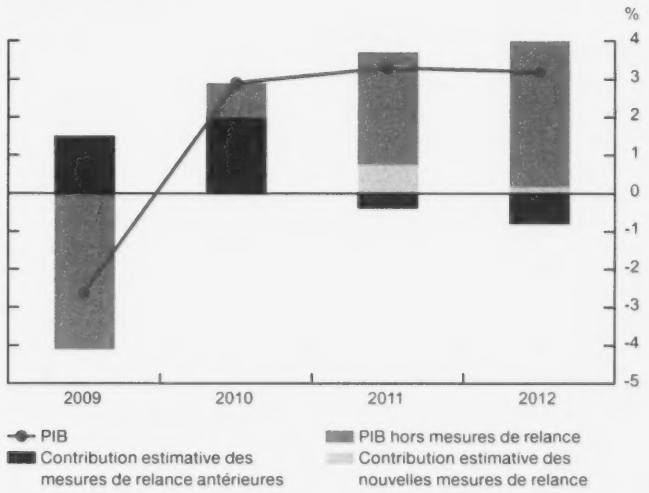
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2010 du *Rapport sur la politique monétaire*.

c. En 2010, la hausse du PIB réel japonais a dépassé les attentes exposées dans le *Rapport* d'octobre, sous l'effet des modifications apportées aux séries chronologiques des comptes nationaux et d'une croissance plus forte que prévu au troisième trimestre.

Source : Banque du Canada

Graphique 10 : Les mesures de relance budgétaire soutiennent la croissance aux États-Unis

Données annuelles



Nota : On entend par « mesures de relance antérieures », les mesures prises par les pouvoirs publics au début de 2009 face à la crise, et par « nouvelles mesures de relance », les interventions faisant partie du programme de relance le plus récent. La contribution des mesures de relance à la croissance comprend à la fois les dépenses publiques directes et les effets indirects des mesures de relance sur d'autres composantes de la demande globale.

Sources : Banque du Canada et Bureau of Economic Analysis des États-Unis

budgétaire, notamment les réductions d'impôt qui poussent à la hausse le revenu disponible, devraient stimuler davantage les dépenses de consommation en 2011. Cependant, on s'attend à ce que les États et les municipalités limitent les dépenses et relèvent les impôts afin de combler d'importants déficits budgétaires, ce qui fera en partie contrepoids aux stimulants budgétaires du gouvernement fédéral. La consommation continuera aussi de se ressentir de l'assainissement nécessaire des bilans des ménages et de l'évolution du secteur du logement, où une offre excédentaire notable de maisons invendues devrait exercer un effet modérateur durable sur les prix.

Les investissements en équipement et en logiciels des entreprises américaines devraient s'accroître davantage en raison de faibles coûts de financement, de meilleures conditions de crédit bancaire et des perspectives de croissance plus favorables. Par contre, les taux d'inoccupation élevés dans le secteur commercial et celui du commerce de détail, conjugués au resserrement des conditions du crédit aux entreprises de ces secteurs, devraient continuer de brider la progression des investissements dans la construction.

Les exportations nettes devraient contribuer de plus en plus à la croissance au cours de la période de projection, à la faveur d'une nouvelle dépréciation du taux de change effectif réel du dollar É.-U. et du raffermissement de la demande extérieure de biens et de services américains.

Dans la zone euro, on s'attend à une reprise modeste jusqu'à la fin de 2012. Cette région doit toutefois faire face à des risques et des défis considérables.

Dans la zone euro, on s'attend à une reprise modeste jusqu'à la fin de 2012. Cette région doit toutefois faire face à des risques et des défis considérables. Des indicateurs récents donnent à penser que la croissance au début de 2011 sera un peu plus ferme qu'anticipé dans le *Rapport* d'octobre, particulièrement dans les économies du cœur de l'Europe. L'activité économique devrait s'affaiblir quelque peu par la suite, sous l'effet des mesures d'austérité budgétaire et des tensions financières découlant des inquiétudes persistantes au sujet de la viabilité de la dette des pays périphériques. Les perspectives d'expansion dans les économies périphériques fortement endettées sont beaucoup plus sombres et plus incertaines que celles des grandes économies d'Europe. Malgré leurs ambitieux programmes de réduction des déficits, les pays périphériques demeureront vulnérables aux sautes d'humeur des marchés en raison de leurs besoins considérables en matière de refinancement de dette et de leurs systèmes financiers relativement faibles. Qui plus est, ces pays, du fait de la forte concentration de leurs exportations à l'intérieur de la région, resteront largement tributaires de la résilience des grandes économies européennes.

Au Japon, la croissance économique devrait ralentir en 2011 et en 2012, par suite du retrait des mesures de relance budgétaire et de l'appréciation antérieure du yen. L'expansion demeure cependant quelque peu supérieure à celle de la production potentielle, ce qui s'explique par une généralisation graduelle de la reprise. On prévoit que l'amélioration des conditions sur le marché du travail soutiendra en partie la demande intérieure. Toutefois, les exportations devraient être un important moteur de la croissance jusqu'à la fin de 2012.

La croissance projetée en Chine est un peu plus élevée en 2011 qu'on ne l'entrevoyait, alimentée par une demande intérieure plus forte que prévu.

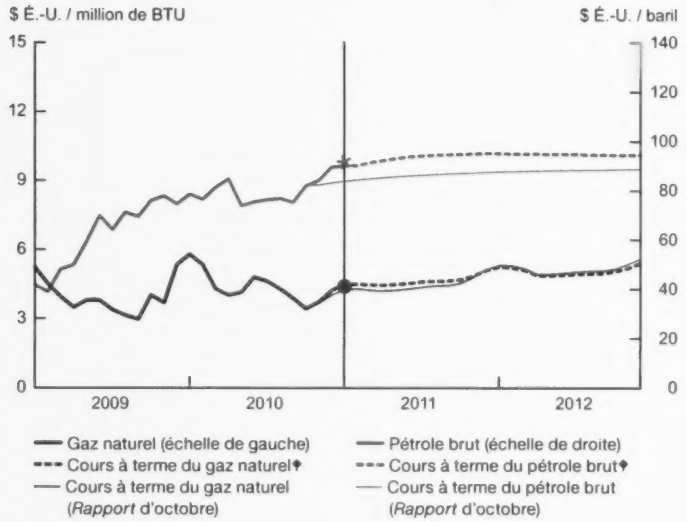
En Chine, un déplacement progressif de la demande allant de l'investissement et des exportations vers la consommation devrait avoir lieu au cours de la période de projection, grâce à une modeste appréciation du taux de change réel effectif de la monnaie chinoise. La croissance projetée en Chine est un peu plus élevée en 2011 qu'on ne l'entrevoyait dans le *Rapport* d'octobre, alimentée par une demande intérieure plus forte que prévu. Toutefois, en 2012, elle devrait être légèrement plus faible qu'escompté, en raison de l'effet restrictif des mesures de resserrement monétaire et du crédit.

On anticipe un léger ralentissement de la progression du PIB réel dans les autres économies de marché émergentes. Le retrait des stimulants budgétaires mis en place durant la récession et le durcissement de la politique monétaire en réponse à l'accroissement des tensions inflationnistes devraient modérer l'expansion de la demande intérieure. En outre, on prévoit qu'une modeste appréciation des taux de change réels de ces économies restreindra la croissance de leurs exportations nettes.

L'indice des prix des produits de base de la Banque devrait monter pendant la période de projection, sous l'effet de la reprise économique mondiale. Après avoir enregistré des hausses marquées récemment, les cours des produits de base non énergétiques devraient demeurer relativement stables durant la période projetée, l'augmentation de la demande étant largement contrebalancée par une montée de l'offre. Les courbes les plus récentes des cours à terme indiquent que les prix du pétrole s'établiront à 95 dollars É.-U. en moyenne en 2012, et que les prix du gaz naturel continueront d'augmenter à mesure que l'offre excédentaire se résorbera **(Graphique 11)**.

Graphique 11 : Les prix du pétrole ne devraient pas beaucoup varier, mais ceux du gaz naturel devraient augmenter jusqu'à la fin de 2012

Données mensuelles



▪ Cours au comptant du pétrole brut (14 janvier 2011)
● Cours au comptant du gaz naturel (14 janvier 2011)
♦ Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 14 janvier 2011
Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour janvier 2011 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 14 janvier 2011.
Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

L'économie canadienne

L'économie canadienne se trouve maintenant dans une période de croissance plus modeste, après la forte reprise enregistrée à la fin de 2009 et au début de 2010. Comme dans le *Rapport* d'octobre, la Banque prévoit un rythme d'expansion modéré dans l'ensemble, les conditions financières avantageuses continuant de fournir un soutien à mesure que sont retirés les stimulants budgétaires. La demande au Canada devrait être relativement moins tributaire des dépenses des ménages et des administrations publiques et se déplacer vers les investissements des entreprises et les exportations nettes. La hausse projetée de la contribution des exportations nettes à la croissance est étayée par l'amélioration des perspectives à court terme concernant l'expansion économique aux États-Unis et à l'échelle du globe. Toutefois, les effets cumulatifs de la piètre tenue du Canada en ce qui a trait à la productivité relative et de la vigueur persistante du dollar canadien ont érodé la compétitivité du pays et freinent la reprise des exportations nettes.

La Banque prévoit un rythme d'expansion modéré dans l'ensemble, les conditions financières avantageuses continuant de fournir un soutien à mesure que sont retirés les stimulants budgétaires.

Ainsi qu'elle le projetait en octobre, la Banque s'attend à ce que la croissance résorbe la marge considérable de capacités inutilisées au sein de l'économie d'ici la fin de 2012. Dans ce contexte, l'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence devrait retourner graduellement à 2 % au cours de la même période.

L'évolution récente

L'activité économique

L'expansion du PIB réel canadien a ralenti pour se situer à 1,0 % (en rythme annualisé) au troisième trimestre. Ce résultat est légèrement plus faible qu'on ne l'envisageait en octobre **(Graphique 12)**, la robustesse de la demande intérieure au troisième trimestre ayant été en bonne partie contrebalancée par une nouvelle détérioration des exportations nettes.

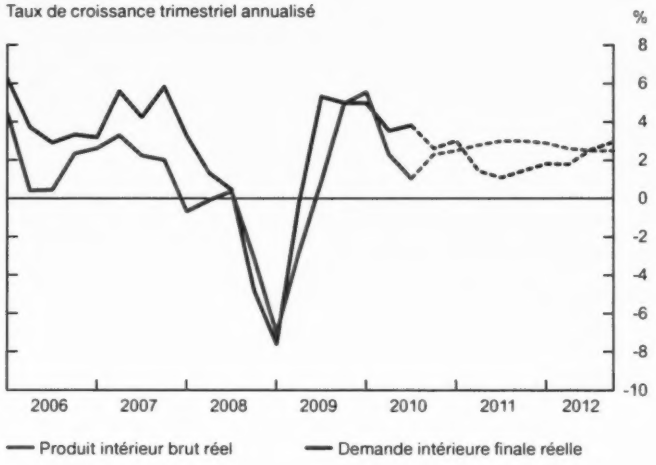
Les dépenses de consommation ont continué de croître vigoureusement au troisième trimestre, tandis que le niveau des investissements dans le logement est demeuré élevé, malgré la disparition de plusieurs facteurs transitoires favorisant l'activité. Le dynamisme des dépenses de consommation a suivi la croissance du revenu disponible des particuliers durant les deuxième et troisième trimestres, laissant ainsi le taux d'épargne près de son creux historique.

Les dépenses de consommation ont continué de croître vigoureusement, tandis que le niveau des investissements dans le logement est demeuré élevé.

Les investissements des entreprises ont poursuivi leur vive progression au troisième trimestre. Cependant, en dépit de la hausse importante enregistrée depuis la fin de 2009, moins de la moitié du recul inhabituellement marqué qu'ils ont accusé durant la récession a été comblée **(Graphique 13)**.

Graphique 12 : Alors que la croissance de la demande intérieure finale réelle est restée robuste au troisième trimestre de 2010, celle du PIB réel a ralenti considérablement

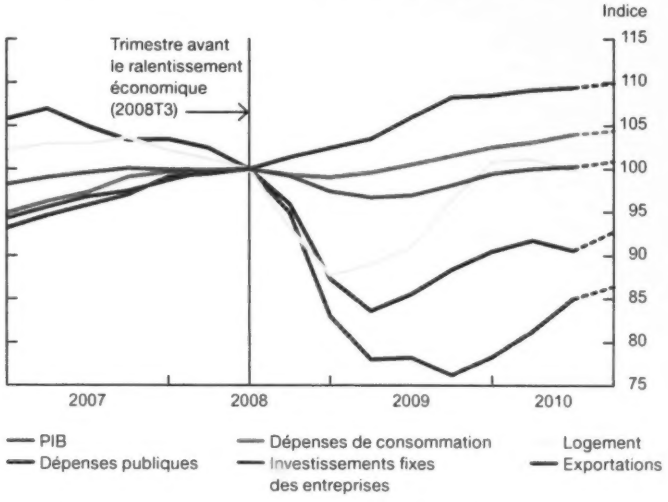
Taux de croissance trimestriel annualisé



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Graphique 13 : Les investissements des entreprises et les exportations demeurent bien en deçà des niveaux auxquels ils se situaient avant la récession

Base 100 de l'indice : 2008T3, en dollars enchaînés de 2002, données trimestrielles



Nota : Les chiffres relatifs au quatrième trimestre de 2010 sont des estimations de la Banque du Canada.
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Les exportations nettes ont exercé au troisième trimestre un effet modérateur sur la croissance plus important qu'escompté, du fait que les exportations se sont repliées malgré la poursuite de l'expansion de l'activité à l'étranger et que les importations ont continué d'être stimulées par une forte demande intérieure. La faiblesse continue des exportations nettes s'explique par la piètre tenue de la productivité relative et la vigueur persistante du dollar canadien **(Note technique 3)**. Toutefois, l'atonie des exportations au troisième trimestre est aussi attribuable à des facteurs temporaires tels que l'inactivité d'oléoducs.

Note technique 3

La récente évolution de la compétitivité et du commerce extérieur du Canada

La balance courante du Canada s'est fortement dégradée ces dernières années. Elle a accusé un déficit équivalant à 4,3 % du PIB au troisième trimestre de 2010, du jamais vu en 20 ans **(Graphique 3-A)**. Cette évolution traduit le niveau élevé de la demande intérieure ainsi qu'une détérioration de la compétitivité des producteurs canadiens par rapport aux producteurs étrangers, comme le montrent la pénétration accrue des importations au Canada et la réduction de la part de marché des exportateurs canadiens à l'étranger **(Graphique 3-B)**. Le recul de la part de ces exportateurs sur le marché américain, de loin le marché d'exportation le plus important pour le Canada, touche une large gamme de biens, dont les machines et le matériel, les biens de consommation et les produits de base non énergétiques **(Graphique 3-C)**.

Au cours des dernières années, la compétitivité canadienne s'est érodée à la suite de la hausse prononcée du coût de la main-d'œuvre par unité produite au Canada en comparaison des autres pays (après correction des variations de change)[1]. Selon l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), le taux de change effectif réel du dollar canadien calculé sur la base des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est apprécié de 17 % environ depuis le début de 2005[2]. La mesure bilatérale

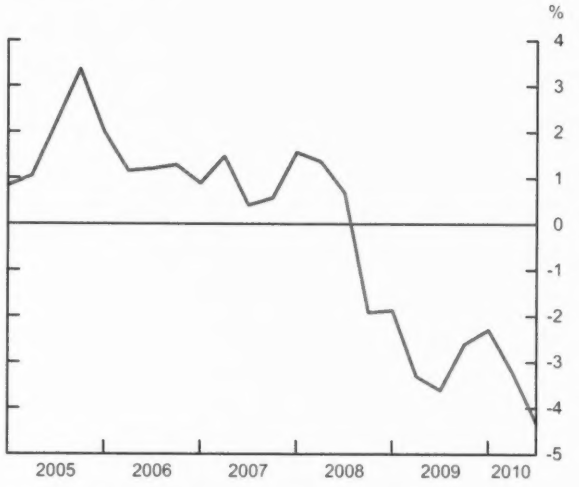
(suite à la page suivante)

1 Il a été montré que les mesures de la compétitivité qui sont calculées à partir des coûts de main-d'œuvre expliquent beaucoup mieux les variations des exportations nettes et de la production réelle au Canada que celles reposant sur les indices des prix à la consommation (R. Lafrance, P. Osakwe et P. St-Amant, *Evaluating Alternative Measures of the Real Effective Exchange Rate*, document de travail n° 98-20, Banque du Canada). Par ailleurs, en règle générale, le choix de la pondération attribuée à chacun des pays n'influence pas de façon sensible la mesure de la compétitivité canadienne.

2 L'OCDE calcule le taux de change effectif réel en se basant sur les coûts unitaires de main-d'œuvre du secteur manufacturier dans 42 pays, ce qui lui permet de mesurer la compétitivité de chaque pays relativement à un vaste éventail de concurrents directs et indirects.

Graphique 3-A : Le solde de la balance courante du Canada a fortement diminué ces dernières années

Données trimestrielles



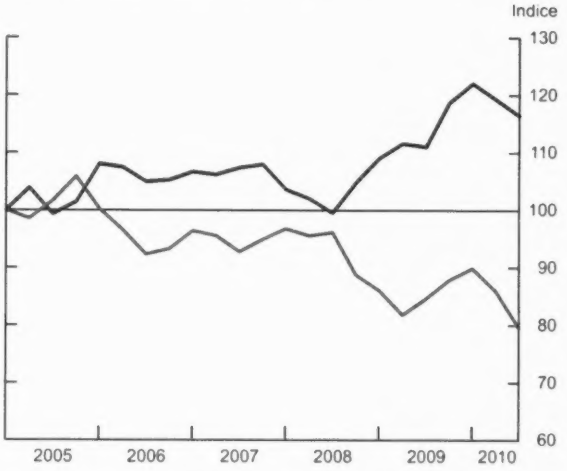
— Solde de la balance courante en pourcentage du PIB

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010T3

Graphique 3-B : Les producteurs canadiens ont perdu des parts de marché

Base 100 de l'indice : 2005T1; données trimestrielles



— Ratio des importations américaines de biens canadiens à l'ensemble des biens importés aux États-Unis

— Ratio des importations américaines de biens mexicains à l'ensemble des biens importés aux États-Unis

Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Bureau du recensement des États-Unis et calculs de la Banque du Canada (en vue notamment de désaisonnaliser les données)

Dernière observation : 2010T3

Note technique 3 *(suite)*

La récente évolution de la compétitivité et du commerce extérieur du Canada

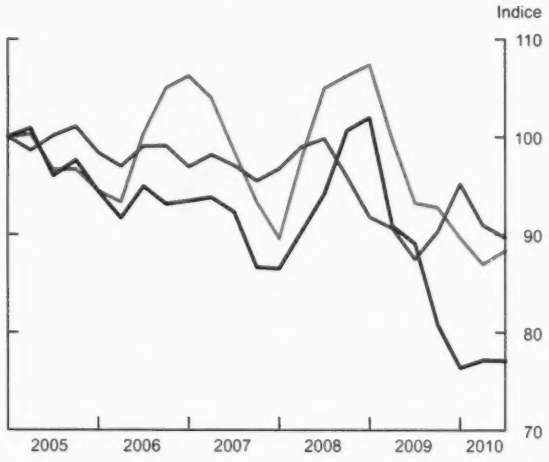
fondée sur les chiffres canadiens et américains indique une progression de 31 % des coûts unitaires relatifs de la main-d'œuvre canadienne durant la même période **(Graphique 3-D)**.

Les coûts unitaires de main-d'œuvre relatifs peuvent être décomposés en trois éléments : le taux de change nominal, la rémunération horaire relative et la productivité relative du travail. L'appréciation considérable du dollar canadien depuis le début de 2005 est responsable des deux tiers environ de la montée au Canada des coûts unitaires de main-d'œuvre par rapport aux États-Unis. Les salaires ayant progressé à un rythme assez similaire dans les deux pays pendant cette période, le retard du Canada en matière de productivité explique le reste de la baisse de compétitivité mesurée par cet indicateur : la productivité du travail a en effet crû au Canada à un taux annuel moyen d'à peine 0,5 % depuis le premier trimestre de 2005, alors que ce rythme a été de 2,1 % aux États-Unis.

L'écart entre les taux de croissance de la productivité canadienne et américaine s'est même accentué au fil des dernières années, tout comme la diminution de la part de marché des producteurs canadiens. Cette évolution met en relief le risque que des résultats décevants sur le plan de la productivité, conjugués à la vigueur persistante du dollar canadien, brident la reprise attendue des exportations nettes du Canada.

Graphique 3-C : Le recul de la part des exportateurs canadiens sur le marché américain touche une gamme de biens

Base 100 de l'indice : 2005T1; données trimestrielles



— Exportations réelles canadiennes de produits de base non énergétiques comparativement à la production industrielle américaine

— Exportations réelles canadiennes de machines et matériel comparativement aux investissements réels américains en machines et matériel

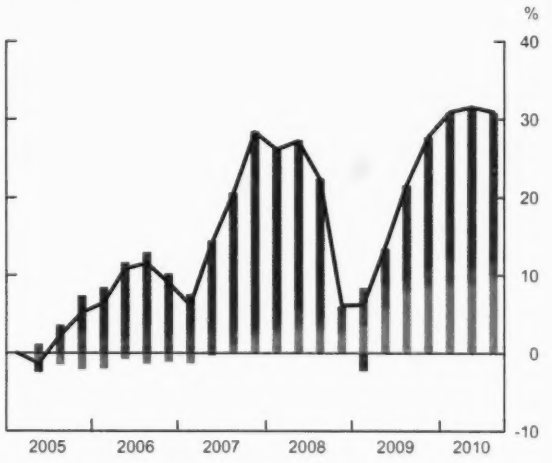
— Exportations réelles canadiennes de biens de consommation hors automobiles comparativement à la consommation réelle américaine de biens hors automobiles

Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010T3

Graphique 3-D : L'érosion de la compétitivité du Canada reflète la vigueur du dollar canadien et la piètre tenue du pays au chapitre de la productivité relative

Rôle de divers facteurs dans la variation des coûts unitaires de main-d'œuvre du Canada par rapport à ceux des États-Unis, données trimestrielles



Salaire relatif

Taux de change Canada–États-Unis

Productivité relative

— Variation en pourcentage des coûts unitaires de la main-d'œuvre canadienne par rapport à ceux de la main-d'œuvre américaine

Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010T3

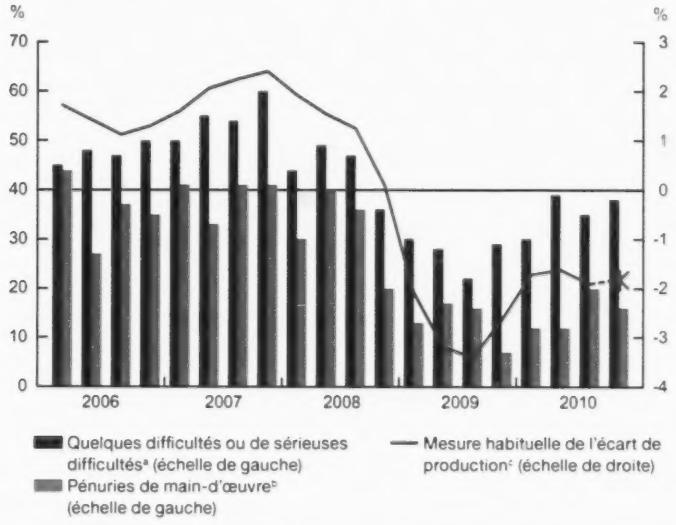
La Banque estime que l'expansion économique a remonté pour s'établir à 2,3 % au quatrième trimestre, compte tenu du rebond des exportations nettes et de la décélération des dépenses des ménages et des investissements des entreprises par rapport au rythme d'accroissement rapide observé récemment. Après avoir apporté une contribution appréciable durant les trimestres précédents, les stocks ont vraisemblablement limité l'expansion du PIB au quatrième trimestre, ce qui va de pair avec la stabilisation de la tendance du ratio stocks/ventes.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Divers indicateurs de la capacité donnent à penser qu'il subsiste une marge considérable de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne.

La mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production indique que la marge de capacités excédentaires est restée relativement stable au quatrième trimestre, à quelque -1,8 % **(Graphique 14)**. Selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet hiver (voir la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque), la proportion de firmes qui auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande est demeurée inférieure à sa moyenne historique, tout comme le pourcentage de celles aux prises avec une pénurie de main-d'œuvre. Le taux de chômage encore élevé et le faible nombre moyen d'heures travaillées par semaine font également ressortir la persistance de la marge de ressources inutilisées sur le marché du travail **(Graphique 15)**.

Graphique 14 : L'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne reste considérable

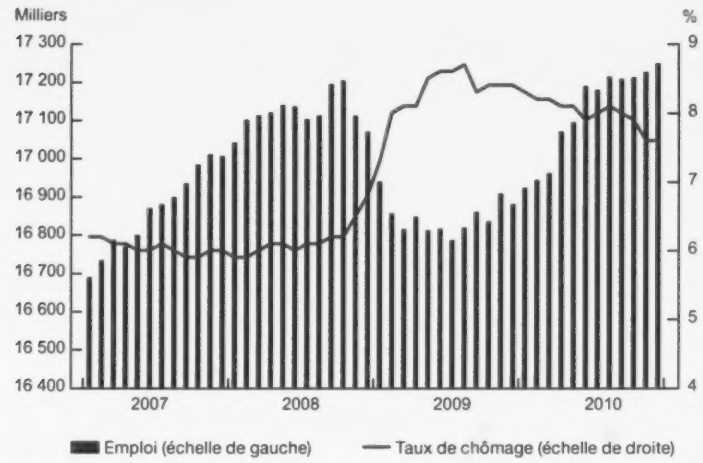


a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.
c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le quatrième trimestre de 2010 (indiquée par l'astérisque) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,3 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2010T4

Graphique 15 : En dépit d'une remontée de l'emploi, le taux de chômage est toujours élevé

Données mensuelles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : décembre 2010

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 3/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2010.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 3/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2010, ce qui représente une marge de capacités excédentaires légèrement supérieure à ce qu'elle avait projeté en octobre.

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée sous les 2 % ces derniers mois, ce qui cadre avec une offre excédentaire considérable au sein de l'économie.

L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée sous les 2 % ces derniers mois **(Graphique 16)**, ce qui cadre avec une offre excédentaire considérable au sein de l'économie et la modération de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre **(Graphique 17)**. En outre, selon certaines indications, il semble que les remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la taxe de vente harmonisée (TVH) aient été répercutés sur les prix à la consommation, venant ainsi modérer le taux d'accroissement de l'indice de référence, ce qui concorde avec les attentes de la Banque. Le taux moyen de 1,6 % enregistré en octobre et novembre pour l'inflation mesurée par l'indice de référence est conforme à la projection de la Banque formulée dans le dernier *Rapport*.

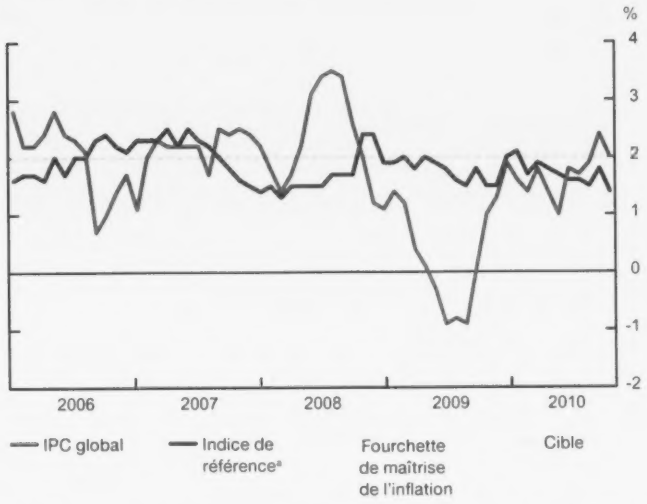
L'inflation mesurée par l'IPC global a augmenté au cours des derniers trimestres, principalement en raison de l'effet de la TVH et des autres modifications apportées aux impôts indirects par les provinces qui sont entrées en vigueur en juillet, de même que du renchérissement de l'énergie. Le taux d'accroissement de l'IPC global en octobre et novembre a atteint en moyenne 2,2 %, soit un chiffre légèrement supérieur à celui envisagé par la Banque en octobre.

Les mesures tirées d'enquêtes récentes indiquent encore que les attentes d'inflation sont solidement ancrées à la cible de 2 %.

Les mesures tirées d'enquêtes récentes indiquent encore que les attentes d'inflation sont solidement ancrées à la cible de 2 %. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet hiver, 91 % des firmes sondées estiment que la hausse moyenne de l'IPC se maintiendra, durant les deux prochaines années, à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Selon les compilations de Consensus Economics publiées en janvier, l'IPC global devrait gagner 2,2 % en 2011 et 2,1 % en 2012. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent également de concorder avec la cible de 2 %.

Graphique 16 : L'inflation mesurée par l'indice de référence demeure modérée alors que l'inflation mesurée par l'IPC global se situe légèrement au-dessus de la cible, en raison principalement de facteurs temporaires

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



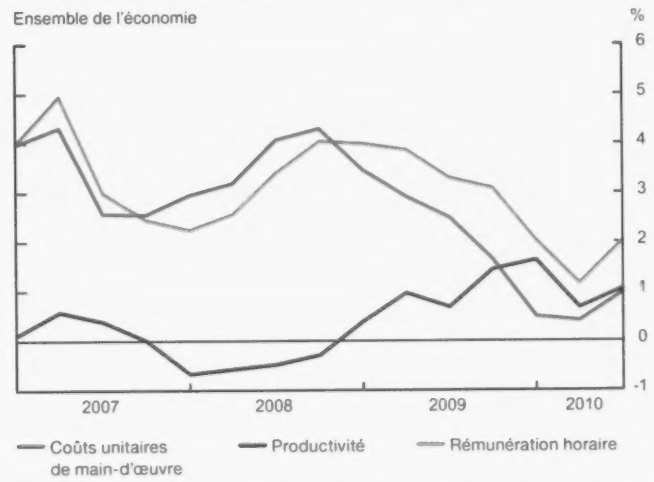
a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Source : Statistique Canada

Dernière observation : novembre 2010

Graphique 17 : La croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre est modérée depuis le début de 2010

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2010T3

Les conditions financières au Canada

Les conditions financières au Canada restent exceptionnellement avantageuses, et fournissent un soutien continu important à la reprise économique.

Les coûts d'emprunt effectifs des ménages demeurent très bas en regard du passé, ce qui cadre avec le faible niveau des coûts de financement des banques **(Graphique 18)**. Les coûts d'emprunt se sont néanmoins accrus au cours de la dernière année — affichant notamment une très légère hausse durant la période écoulée depuis la parution du *Rapport* d'octobre qui reflète l'amélioration des rendements des obligations du gouvernement canadien — conformément à l'évolution observée à l'échelle mondiale. Dans ce contexte, la croissance du crédit aux ménages s'est modérée quelque peu par rapport au rythme rapide du début de 2010 **(Graphique 19)**.

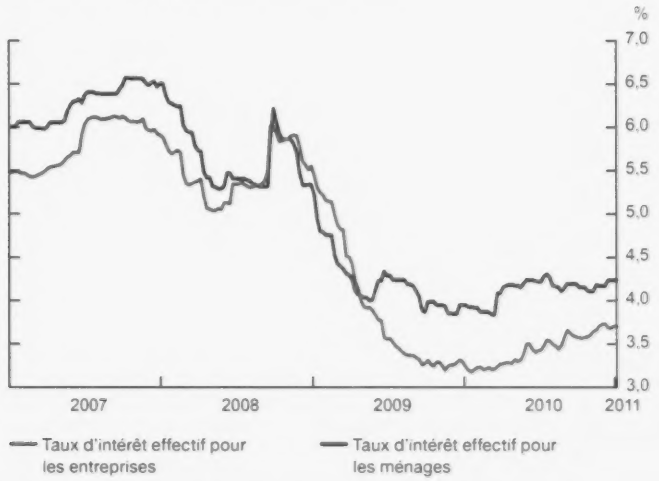
L'accès des firmes canadiennes au financement a continué de s'améliorer ces derniers mois.

Les coûts d'emprunt effectifs des entreprises canadiennes sont également restés très peu élevés malgré une certaine augmentation en 2010. En outre, selon les résultats combinés de la plus récente édition de l'enquête de la Banque auprès des responsables du crédit (voir la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque) et de l'enquête sur les perspectives des entreprises, l'accès des firmes canadiennes au financement a continué de s'améliorer ces derniers mois **(Graphique 20)**. Les données de l'enquête auprès des responsables du crédit tendent à indiquer que l'intensification de la concurrence entre prêteurs et l'amélioration des conditions économiques ont conduit à un assouplissement général des normes d'octroi des prêts, qui s'étend de plus en plus aux petites entreprises. Le redressement des perspectives économiques mondiales et le niveau toujours bas des rendements des obligations d'État ont soutenu la forte demande d'obligations et d'actions de sociétés par les investisseurs, mise en évidence par la faiblesse persistante des écarts de crédit en dépit du niveau élevé des émissions d'obligations de sociétés et par une nouvelle remontée de l'indice composite S&P/TSX. Les conditions de financement favorables, ainsi que la reprise en cours des investissements des entreprises et le regain d'activité au chapitre des fusions et des acquisitions, ont contribué au relèvement observé de la croissance globale du crédit aux entreprises **(Graphique 19)**.

Les conditions de financement favorables ont contribué au relèvement observé de la croissance globale du crédit aux entreprises.

Graphique 18 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent à des niveaux exceptionnellement bas

Données hebdomadaires



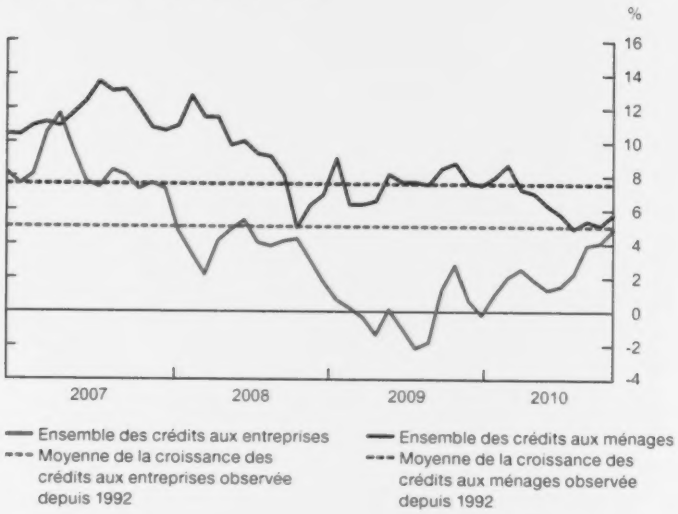
Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres.
Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 14 janvier 2011

La progression des agrégats monétaires au sens étroit a poursuivi son ralentissement ces derniers mois par rapport à la cadence inhabituellement rapide enregistrée au début de 2010, suivant en cela la préférence moins marquée des ménages et des entreprises pour la liquidité. La croissance de l'agrégat au sens large M2++ demeure au-dessous de sa moyenne historique, ce qui laisse entrevoir des pressions inflationnistes modérées dans l'avenir.

Graphique 19 : La croissance du crédit aux entreprises s'accélère tandis que celle du crédit aux ménages a légèrement ralenti

Taux de variation sur trois mois annualisé

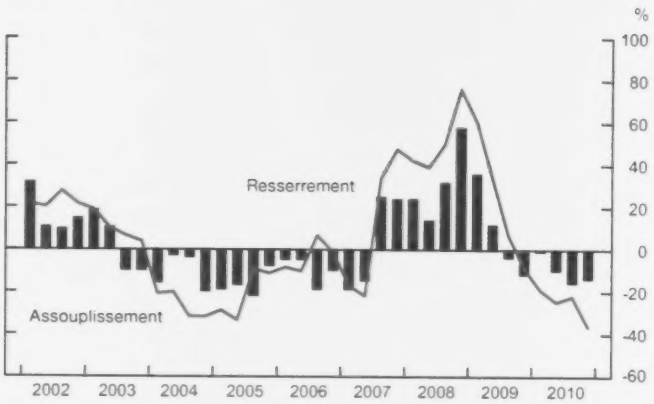


Source : Banque du Canada

Dernière observation : novembre 2010

Graphique 20 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises non financières canadiennes se sont encore assouplies au quatrième trimestre de 2010

Solde des opinions



a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement

b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2010T4

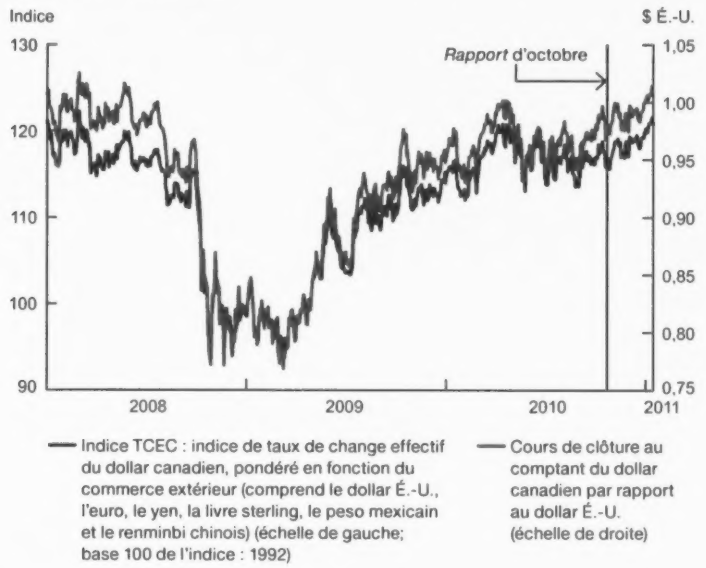
Le taux de change

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à 100 cents É.-U. depuis la date d'annonce préétablie de décembre.

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à 100 cents É.-U. depuis la date d'annonce préétablie de décembre, comparativement au chiffre de 98 cents É.-U. postulé dans le *Rapport* d'octobre **(Graphique 21)**. Le huard s'est apprécié vis-à-vis d'autres monnaies, l'indice de taux de change effectif du dollar canadien (indice TCEC) ayant enregistré une hausse d'environ 4 % depuis octobre.

Graphique 21 : Le dollar canadien s'est apprécié depuis le *Rapport* d'octobre

Données quotidiennes



Nota : Une hausse de l'indice TCEC indique une appréciation du dollar canadien.
Source : Banque du Canada — Dernière observation : 14 janvier 2011

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : un taux de change du dollar canadien qui se situe à 100 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme; une stabilité relative des prix des produits de base non énergétiques; des conditions de crédit favorables à l'échelle internationale.

L'offre et la demande globales

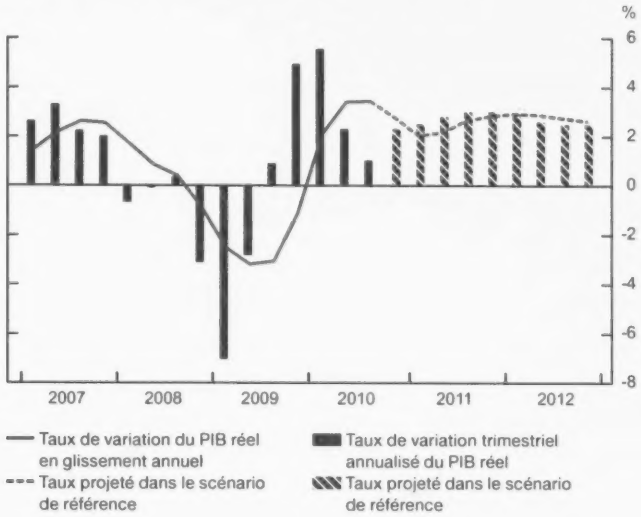
La Banque envisage toujours une croissance économique modérée en 2011 et en 2012.

La Banque envisage toujours une croissance économique modérée en 2011 et en 2012 **(Graphique 22)**. Elle prévoit que, l'expansion se poursuivant, la demande intérieure sera de plus en plus alimentée par les investissements des entreprises et les exportations nettes, et dépendra moins des dépenses des administrations publiques et des ménages **(Tableau 2** et **Graphique 23)**. Le PIB réel devrait progresser, en moyenne annuelle, de 2,4 % en 2011 et de 2,8 % en 2012, affichant ainsi un profil de croissance un peu plus favorable que dans la projection du *Rapport* d'octobre. Cette légère amélioration des perspectives est attribuable à une augmentation plus marquée des investis-

sements des entreprises, conjuguée à un dynamisme accru, à court terme, des dépenses des ménages et de la demande américaine et mondiale. L'expansion plus faible pendant la seconde moitié de 2010 implique toutefois que la capacité excédentaire sera un peu plus élevée à court terme. Ainsi, la Banque continue d'anticiper que l'économie ne retournera à son plein potentiel qu'à la fin de 2012.

La croissance des dépenses de consommation devrait globalement évoluer de pair avec celle du revenu disponible des particuliers durant la période de projection. Les mesures récemment annoncées par le gouvernement concernant l'assurance hypothécaire contribueront à une progression plus équilibrée des dépenses des ménages.

Graphique 22 : Le PIB réel devrait progresser à un rythme compatible avec la résorption graduelle de l'offre excédentaire



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

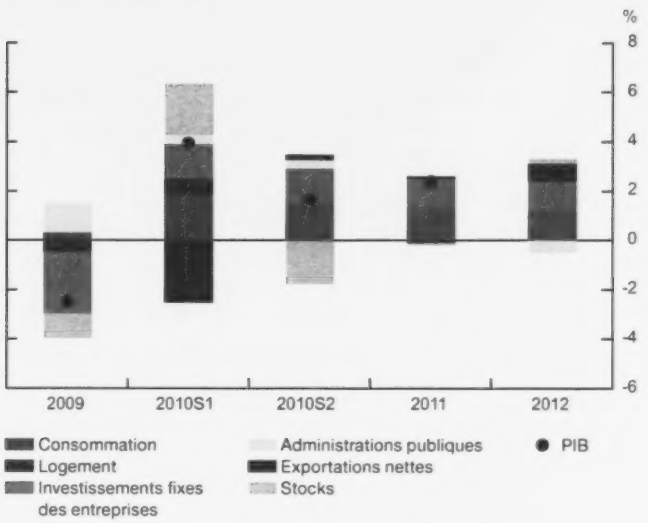
En points de pourcentage[a]

	2009	2010	2011	2012
Consommation	0,2 *(0,2)*	1,9 *(1,9)*	1,4 *(1,2)*	1,2 *(1,2)*
Logement	-0,6 *(-0,6)*	0,7 *(0,6)*	-0,1 *(-0,2)*	0,0 *(0,1)*
Administrations publiques	1,2 *(1,2)*	1,0 *(1,1)*	0,0 *(0,0)*	-0,5 *(-0,4)*
Investissements fixes des entreprises	-2,6 *(-2,6)*	0,6 *(0,3)*	1,1 *(0,9)*	1,2 *(1,1)*
Total partiel : demande intérieure finale	-1,8 *(-1,8)*	4,2 *(3,9)*	2,4 *(1,9)*	1,9 *(2,0)*
Exportations	-4,7 *(-4,7)*	1,9 *(2,3)*	1,8 *(1,5)*	1,9 *(1,6)*
Importations	4,9 *(4,9)*	-4,2 *(-4,2)*	-1,7 *(-1,2)*	-1,2 *(-1,1)*
Total partiel : exportations nettes	0,2 *(0,2)*	-2,3 *(-1,9)*	0,1 *(0,3)*	0,7 *(0,5)*
Stocks	-0,9 *(-0,9)*	1,0 *(1,0)*	-0,1 *(0,1)*	0,2 *(0,1)*
PIB	**-2,5** *(-2,5)*	**2,9** *(3,0)*	**2,4** *(2,3)*	**2,8** *(2,6)*
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,2 *(1,2)*	1,6 *(1,6)*	1,8 *(1,8)*	2,0 *(2,0)*
Revenu intérieur brut réel	-5,8 *(-5,8)*	4,8 *(5,0)*	3,4 *(2,9)*	3,2 *(2,9)*

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre 2010 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les données relatives à la production potentielle proviennent de la note technique 2 du *Rapport* d'octobre 2010.

Graphique 23 : On s'attend à ce que la demande au Canada repose de plus en plus sur les investissements des entreprises et les exportations nettes et de moins en moins sur les dépenses des ménages et des administrations publiques

Contribution à la croissance du PIB réel
En points de pourcentage



Nota : Les contributions pour chacun des semestres de 2010 sont calculées à partir de la moyenne des contributions trimestrielles.
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Le taux d'épargne devrait continuer d'avoisiner des creux historiques, et la dette des ménages, des sommets inégalés.

On s'attend, comme en octobre, à ce que l'expansion du revenu disponible marque le pas par rapport à sa tendance récente, sous l'effet du retrait des stimulants budgétaires, des restrictions touchant la rémunération annoncées par les administrations publiques et d'une lente remontée du nombre moyen d'heures travaillées. Du fait que les bilans des ménages canadiens s'alourdissent de plus en plus et que la consommation ne sera vraisemblablement pas stimulée par des gains au chapitre des prix des maisons, la croissance des dépenses des ménages devrait ralentir parallèlement à celle des revenus. Il s'ensuit que le taux d'épargne devrait continuer d'avoisiner des creux historiques, et la dette des ménages, des sommets inégalés **(Graphique 24)**. Ces facteurs, combinés à une accessibilité réduite à la propriété, laissent entrevoir un affaiblissement de l'investissement résidentiel au cours de la période de projection. La Banque prévoit que la part de l'investissement résidentiel — et plus généralement des dépenses des ménages — dans l'économie ira graduellement en diminuant, mais restera largement au-dessus des moyennes historiques **(Graphique 25)**.

Dans son scénario de référence, qui prend en compte l'annonce récente du gouvernement fédéral relativement à la prorogation des stimulants budgétaires jusqu'en octobre, la Banque continue de tabler sur le fait que la contribution des dépenses publiques à l'expansion du PIB réel deviendra négative pendant la période envisagée.

La montée rapide des investissements des entreprises devrait se poursuivre au cours de la période de projection.

La montée rapide des investissements des entreprises devrait se poursuivre au cours de la période de projection à la faveur de la résorption du déclin inhabituellement marqué enregistré durant la récession **(Graphique 26)**. Cette évolution reflète la situation financière solide des entreprises canadiennes **(Graphique 27)**, les conditions de crédit favorables, la hausse des prix des produits de base, l'appréciation du dollar canadien et l'incitation à

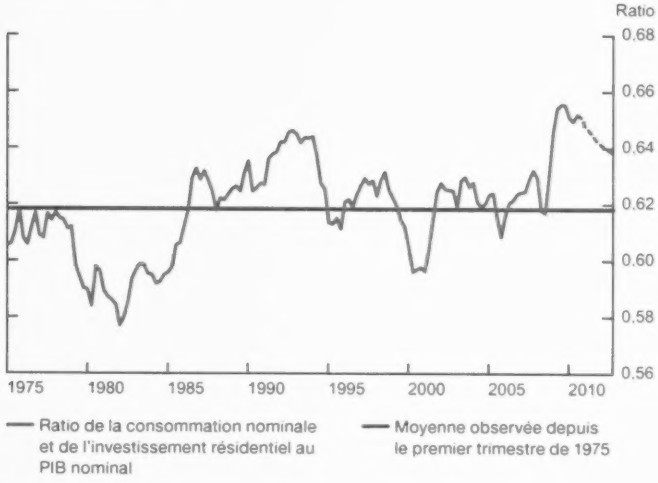
Graphique 24 : Le taux d'épargne des particuliers devrait demeurer près des creux historiques

Données trimestrielles

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 25 : Les dépenses des ménages en proportion du PIB devraient reculer quelque peu par rapport aux hauts niveaux atteints

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

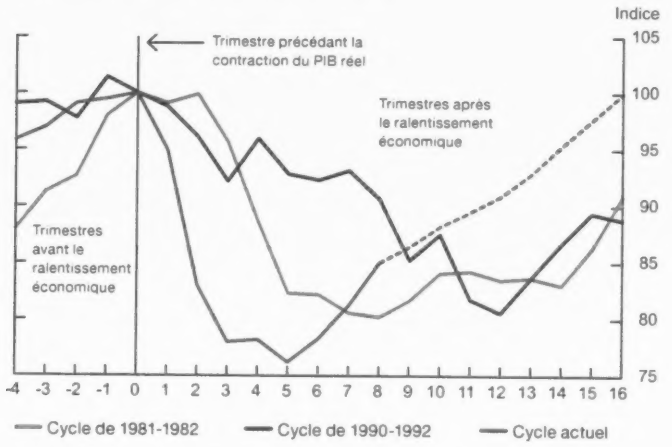
accroître la productivité dans un contexte où les firmes sont confrontées à des pressions accrues pour devenir plus concurrentielles face à la reprise de l'économie mondiale. L'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises a également fait ressortir des niveaux continuellement élevés dans les intentions d'investissement ces derniers trimestres. À la lumière de tous ces facteurs, la Banque s'attend à ce que le relèvement des dépenses d'investissement soit un peu plus ferme que prévu précédemment.

Comme dans le *Rapport* d'octobre, la Banque anticipe une augmentation des exportations nettes durant la période de projection, compte tenu d'un redressement de la demande extérieure et d'un rythme d'expansion de la demande intérieure légèrement moins rapide qu'auparavant. Si les perspectives de croissance à court terme aux États-Unis et dans d'autres économies se sont

La Banque anticipe une augmentation des exportations nettes durant la période de projection.

Graphique 26 : La reprise projetée des investissements fixes des entreprises canadiennes soutient le redressement attendu de la productivité

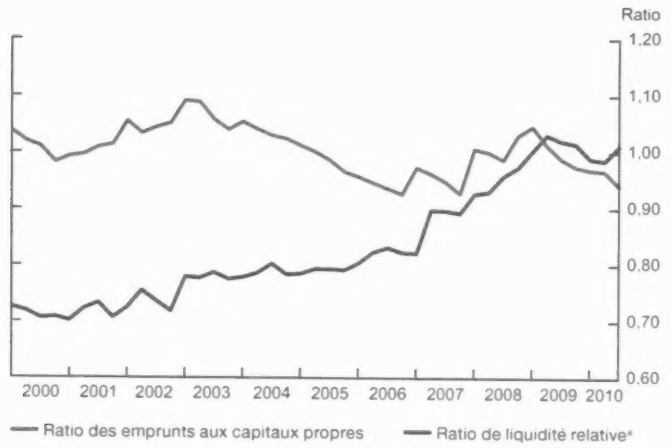
Évolution comparative des investissements fixes des entreprises canadiennes, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédant la contraction du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 27 : Vu leurs hauts niveaux de liquidités et leurs faibles ratios d'endettement, les entreprises non financières sont bien placées pour investir

Données trimestrielles



a. Le ratio de liquidité relative est égal au quotient obtenu en divisant l'actif à court terme, diminué des stocks, par le passif à court terme.

Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2010T3

considérablement améliorées ces derniers temps, la croissance projetée des exportations canadiennes sera seulement un peu plus vigoureuse qu'escompté antérieurement compte tenu des défis associés à la compétitivité. Le rééquilibrage de la demande intérieure vers les investissements des entreprises et les pressions qui s'exercent au chapitre de la compétitivité du Canada laissent aussi entrevoir une hausse des importations par rapport au profil de la demande intérieure globale. Le dynamisme des exportations nettes demeurera sensible aux mouvements de change et au redressement attendu de la croissance de la productivité, en plus d'être influencé par les perspectives d'évolution de la demande extérieure.

La projection en matière d'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter graduellement à 2 % d'ici la fin de 2012.

Les perspectives relatives à l'inflation mesurée par l'indice de référence n'ont essentiellement pas changé depuis octobre. Cette dernière devrait remonter graduellement à 2 % d'ici la fin de 2012 **(Tableau 3** et **Graphique 28)**, l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbant lentement. Les attentes d'inflation demeurent bien ancrées. Par ailleurs, la progression modeste de la rémunération du travail qui est en cours, conjuguée à l'amélioration prévue de la productivité, devrait limiter la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre et, par le fait même, atténuer les pressions inflationnistes.

Le profil d'évolution à court terme de l'inflation mesurée par l'indice de référence est un peu plus modéré qu'anticipé précédemment, ce qui va de pair avec une offre excédentaire légèrement plus élevée pendant cette période. Au premier trimestre, le rythme d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence sera également réduit du fait des augmentations de prix inhabituelles des véhicules automobiles et de l'hébergement hôtelier survenues au début de 2010.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC global se maintiendra quelque peu au-dessus de la cible de 2 % pendant le premier semestre de 2011, la TVH et les autres changements apportés aux impôts indirects perçus par les provinces continuant de pousser à la hausse le taux de variation sur douze mois des prix à la consommation[1]. Comme elle l'a fait par le passé dans le cas de modifications de cette nature, la Banque ne tient pas compte, aux fins de la conduite de la politique monétaire, des effets initiaux de ces

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence[a]

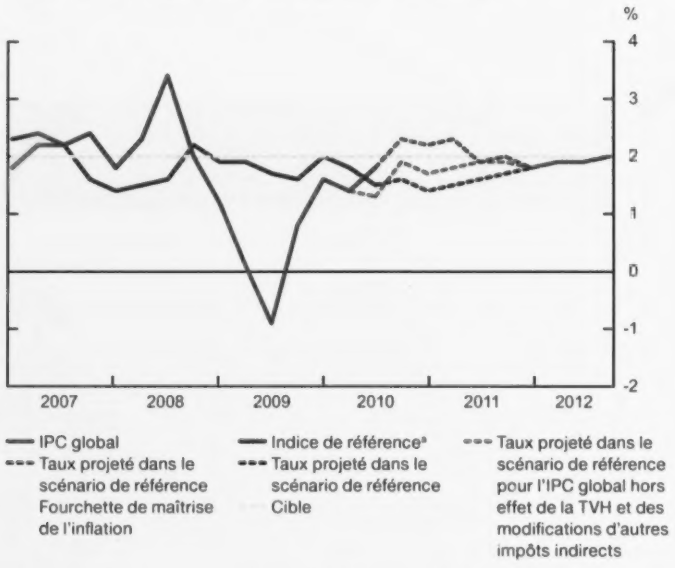
	2009	2010				2011				2012			
	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	4.9 *(4.9)*	5.6 *(5.8)*	2.3 *(2.0)*	1.0 *(1.6)*	2.3 *(2.6)*	2.5 *(2.6)*	2.8 *(2.3)*	3.0 *(2.3)*	3.0 *(2.6)*	2.9 *(2.7)*	2.6 *(2.8)*	2.5 *(2.8)*	2.5 *(2.8)*
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1.1 *(-1.1)*	2.1 *(2.2)*	3.4 *(3.4)*	3.4 *(3.6)*	2.8 *(3.0)*	2.0 *(2.2)*	2.2 *(2.3)*	2.6 *(2.4)*	2.8 *(2.4)*	2.9 *(2.5)*	2.9 *(2.6)*	2.7 *(2.7)*	2.6 *(2.8)*
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1.6 *(1.6)*	2.0 *(2.0)*	1.8 *(1.8)*	1.5 *(1.6)*	1.6 *(1.6)*	1.4 *(1.5)*	1.5 *(1.6)*	1.6 *(1.7)*	1.7 *(1.7)*	1.8 *(1.8)*	1.9 *(1.9)*	1.9 *(1.9)*	2.0 *(2.0)*
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	0.8 *(0.8)*	1.6 *(1.6)*	1.4 *(1.4)*	1.8 *(1.8)*	2.3 *(2.1)*	2.2 *(2.0)*	2.3 *(2.2)*	1.9 *(1.8)*	2.0 *(1.9)*	1.8 *(1.8)*	1.9 *(1.9)*	1.9 *(1.9)*	2.0 *(2.0)*
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0.8 *(0.8)*	1.6 *(1.6)*	1.4 *(1.4)*	1.3 *(1.3)*	1.9 *(1.7)*	1.7 *(1.5)*	1.8 *(1.7)*	1.9 *(1.8)*	1.9 *(1.8)*	1.8 *(1.8)*	1.9 *(1.9)*	1.9 *(1.9)*	2.0 *(2.0)*
WTI[b] (niveau)	76 *(76)*	79 *(79)*	78 *(78)*	76 *(76)*	85 *(82)*	91 *(84)*	93 *(86)*	95 *(87)*	95 *(87)*	95 *(88)*	95 *(88)*	95 *(88)*	95 *(89)*

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 14 janvier 2011.

1 L'incidence directe des modifications apportées en Ontario, en Colombie-Britannique et en Nouvelle-Écosse aux taxes à la consommation est un relèvement provisoire de 0,7 point de pourcentage du taux d'augmentation de l'IPC global, en glissement annuel, entre juillet 2010 et juin 2011. La majoration de la taxe de vente provinciale au Québec en janvier 2011 devrait ajouter environ 0,1 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPC global pour l'année.

Graphique 28 : Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence au Canada devraient converger vers 2 % au cours de la période de projection

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

changements sur les prix. Abstraction faite de l'incidence des mesures touchant les impôts indirects, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global converge graduellement vers la cible de 2 %, et suive généralement le profil d'évolution projeté de l'inflation mesurée par l'indice de référence.

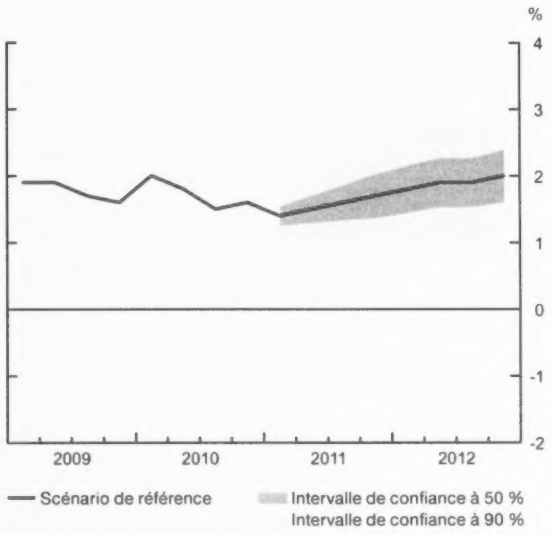
La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, et compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 29** et **30** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du premier trimestre de 2011 à la fin de 2012[2].

2 Pour trouver des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, taper les mots « graphiques en éventail » dans la case Recherches.

Graphique 29 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

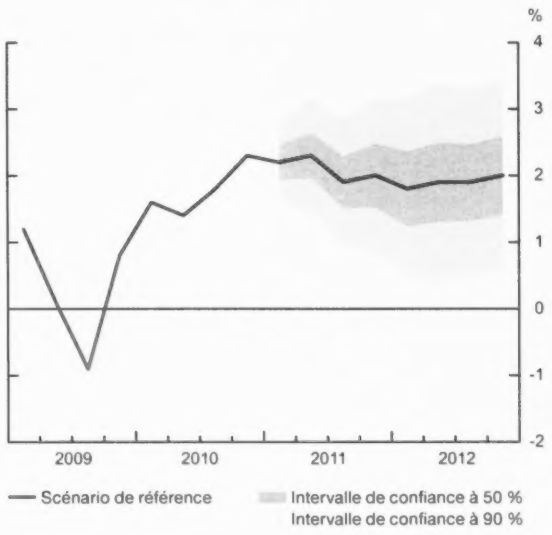
Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

Graphique 30 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

Les risques entourant les perspectives

Malgré l'amélioration des perspectives relatives aux économies mondiale et canadienne, les risques demeurent élevés.

Il existe deux principaux risques à la hausse en matière d'inflation; ils concernent le renchérissement des produits de base et la possibilité d'un dynamisme plus marqué que prévu au sein du secteur canadien des ménages :

- L'économie mondiale pourrait être plus vigoureuse que ce qu'on entrevoit actuellement, surtout si les mesures destinées à modérer la demande dans les économies de marché émergentes s'avéraient insuffisantes. Il pourrait en résulter une hausse des prix des produits de base, ce qui entraînerait une augmentation des revenus au Canada et favoriserait une hausse des investissements et des dépenses des ménages.

- La progression des dépenses des ménages au Canada pourrait être plus vive qu'escompté. Compte tenu des conditions financières exceptionnellement avantageuses, les emprunts pourraient continuer d'augmenter plus rapidement que les revenus.

Deux principaux risques à la baisse pèsent sur les perspectives d'inflation, qui ont trait à la compétitivité du Canada et à la possibilité que les dépenses des ménages soient plus faibles qu'anticipé :

- La Banque s'attend à ce que les exportations nettes soutiennent davantage l'expansion économique au Canada durant la période de projection. Cependant, étant donné les défis qui se posent sur le plan de la productivité et la vigueur persistante du dollar canadien, il se peut que la reprise attendue des exportations nettes ne se concrétise pas pleinement. Qui plus est, de nouvelles tensions sur les marchés des changes pourraient entraver l'ajustement qui s'impose à l'échelle mondiale et exercer des pressions supplémentaires sur les monnaies dont le cours flotte librement.
- La croissance des dépenses des ménages au Canada pourrait décélérer plus rapidement qu'on ne l'envisage à l'heure actuelle, du fait qu'elles sont considérablement supérieures à leur moyenne historique en proportion du PIB. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions considérables sur d'autres secteurs de l'économie tels que la consommation, étant donné le lourd endettement de certains Canadiens.

De plus, les défis auxquels l'Europe est confrontée demeurent une source importante d'incertitude quant aux perspectives mondiales. Les problèmes liés à la dette souveraine et à la stabilité financière d'un certain nombre de pays nécessiteront une solution d'ensemble.

Globalement, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Bank of Canada Regional Offices

Atlantic Provinces
1701 Hollis Street, 13th Floor
Halifax, Nova Scotia B3J 3M8

David Amirault
Senior Regional Representative (Economics)

Monique LeBlanc
Senior Regional Representative (Currency)

Quebec
1501 McGill College Avenue, Suite 2030
Montréal, Quebec H3A 3M8

Laurent Martin
Senior Regional Representative (Economics)

Phuong Anh Ho Huu
Senior Regional Representative (Currency)

Miville Tremblay
Senior Representative, Director (Financial Markets)

Ontario
150 King Street West, Suite 2000
Toronto, Ontario M5H 1J9

Brigid Brady
Assistant Chief, Regional Analysis Division, Canadian Economic Analysis Department

Jane Voll
Senior Regional Representative (Economics)

Manuel Parreira
Senior Regional Representative (Currency)

Mark Caplan
Senior Representative, Director (Financial Markets)

Eric Tuer
Assistant Director (Financial Markets)

Prairie Provinces, Nunavut, and Northwest Territories
404 – 6th Avenue SW, Suite 200
Calgary, Alberta T2P 0R9

Alexander Fritsche
Senior Regional Representative (Economics)

Ted Mieszkalski
Senior Regional Representative (Currency)

British Columbia and Yukon
200 Granville Street, Suite 2710
Vancouver, British Columbia V6C 1S4

Farid Novin
Senior Regional Representative (Economics)

Lori Rennison
Senior Regional Representative (Economics)

Trevor Frers
Senior Regional Representative (Currency)

New York Office
Canadian Consulate General
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175 U.S.A.

Scott Kinnear
Consul and Senior Representative for the Bank of Canada

Bureaux régionaux de la Banque du Canada

Provinces de l'Atlantique
1701, rue Hollis, 13e étage
Halifax (Nouvelle-Écosse) B3J 3M8

David Amirault
Représentant principal (Analyse économique)

Monique LeBlanc
Représentante principale (Monnaie)

Québec
1501, avenue McGill College, bureau 2030
Montréal (Québec) H3A 3M8

Laurent Martin
Représentant principal (Analyse économique)

Phuong Anh Ho Huu
Représentante principale (Monnaie)

Miville Tremblay
Représentant principal et directeur (Marchés financiers)

Ontario
150, rue King Ouest, bureau 2000
Toronto (Ontario) M5H 1J9

Brigid Brady
Chef adjointe, Analyse régionale, département des Analyses de l'économie canadienne

Jane Voll
Représentante principale (Analyse économique)

Manuel Parreira
Représentant principal (Monnaie)

Mark Caplan
Représentant principal et directeur (Marchés financiers)

Eric Tuer
Directeur adjoint (Marchés financiers)

Provinces des Prairies, Nunavut et Territoires du Nord-Ouest
404–6th Avenue SW, bureau 200
Calgary (Alberta) T2P 0R9

Alexander Fritsche
Représentant principal (Analyse économique)

Ted Mieszkalski
Représentant principal (Monnaie)

Colombie-Britannique et Yukon
200, rue Granville, bureau 2710
Vancouver (Colombie-Britannique) V6C 1S4

Farid Novin
Représentant principal (Analyse économique)

Lori Rennison
Représentante principale (Analyse économique)

Trevor Frers
Représentant principal (Monnaie)

Bureau de New York
Consulat général du Canada
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175
États-Unis

Scott Kinnear
Consul et représentant principal de la Banque du Canada